

LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS SOBRE LAS ENTIDADES BANCARIAS

RAFAEL MORALES-ARCE MACÍAS*

RESUMEN

Los Bancos, Cajas de Ahorro y otras entidades financieras están acusando los efectos de las turbulencias originadas en los mercados de todo el mundo. La desaceleración de algunos de sus datos más representativos es uno de los síntomas de una crisis cuyos efectos finales aún se desconocen, pero que, sin duda alguna, tendrán la mayor relevancia.

SUMMARY

Banks, Savings banks and other financial institutions are acknowledge the effects of the turbulences originated in the markets of the whole world. The deceleration of some of its more representative magnitudes is one of the symptoms of a crisis which final effects are still unknown, but that, undoubtedly will have the major relevancy.

PALABRAS CLAVE

Actividad; Ahorro; Desaceleración económica; Endurecimiento del crédito; Estrategias financieras; Intermediario financiero; Préstamo; Resultados; Riesgos financieros.

KEY WORDS

Business Bank; Saving; Economy deceleration; Credit crunch; Financial strategies; Financial intermediary; Loan; Profits; Financial risks.

JEL

G21; G24; G28.

* Agradezco a Raquel Arguedas Sanz y Julio González Arias, Profesores de Economía Financiera, la eficaz colaboración prestada al desarrollo de este trabajo.

1. INTRODUCCIÓN

Conforme transcurrían los años 2006 y 2007 conocíamos los primeros efectos de la demora o el incumplimiento de los compromisos que los deudores hipotecarios inmobiliarios en Estados Unidos devengaban con las entidades de financiación que les habían proporcionado los medios necesarios para la adquisición de su vivienda habitual. Estos efectos, a través de diversos mecanismos, que detallaremos aquí, se transmitieron a otros mercados, agencias financieras, compañías de seguros, etc. y, de manera particular a los intermediarios financieros (Bancos, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito) en especial, en sus operaciones de ahorro y préstamo**.

A lo largo de 2008 conocemos los datos más importantes del negocio bancario correspondientes al ejercicio anterior, en la mayor parte de las cuales, si bien la repercusión interna es aún poco significativa, es evidente que las estrategias que apuntan para este ejercicio y años próximos, anticipa el temor que será más profunda de lo que hasta ahora se había señalado. Los gestores deben enfrentarse a varias cuestiones relevantes: de una parte, el vencimiento de los plazos de activos financieros emitidos antes de la crisis y la evolución de la liquidez en los mercados tras las decisiones de los bancos centrales; por otra, la finalización de las auditorías a que están sometidas y la fiscalización de los órganos supervisores, cuestiones todas ellas que nos permitirán tener señales más evidentes de la profundidad y alcance de la crisis. Y, especialmente, de la forma en que se traslada a otras firmas no financieras, de la economía real, a aquéllas que adquirieron algunos de los sofisticados activos emitidos, cuyo buen fin aún se desconoce. Ahora vamos constatando cómo algunos complejos industriales multinacionales y aseguradores de bonos corporativos pueden, igualmente, sufrir sus efectos.

Para ello, iniciaremos la investigación analizando la posición de las instituciones más representativas acerca de la evolución de las magnitudes básicas que resumen la actividad, polarizándonos en la evolución del ahorro y las dos rúbricas, depósito e inversión de las firmas más representativas; el desarrollo de los servicios financieros no asociados al riesgo; los criterios utilizados en la política de provisiones y dotaciones; los principales componentes de los resultados y la evolución de la eficiencia, como expresión de la proporción de márgenes que son absorbidos por los costes de funcionamiento.

Haremos una rápida enumeración de los principales efectos producidos en las cuentas de resultados de las entidades que dominan el negocio bancario y, de manera particular, las estrategias que se iniciaron en el cuarto trimestre del pasado ejercicio para reorientar el negocio y evitar impactos negativos en las cuentas de resultados de los próximos.

El análisis concluye con una reflexión sobre las posibilidades de una crisis más profunda de lo que hasta ahora se ha indicado, que acompañaremos con nuestra valoración del papel de los órganos reguladores en este proceso, que han tomado posiciones diferentes ante el mismo hecho, y que no siempre ha sido bien entendido por la mayor parte de los analistas que siguen este tipo de situaciones. E, igualmente, con un recuerdo a las posiciones de las distintas corrientes de pensamiento sobre esta crisis.

** Para facilitar el seguimiento, en el Anexo 1 se incluyen una serie de términos habituales en los mercados financieros y que han sido objeto de alusión en el proceso de «turbulencias».

2. LA EVOLUCIÓN DEL ENTORNO ECONÓMICO

El Informe mensual correspondiente al mes de enero (BANCO DE ESPAÑA, 2008a) dibuja un escenario negativo en una serie de indicadores (menor crecimiento trimestral del PIB; sexto mes consecutivo de caída de la confianza empresarial; reducción del 12,7% interanual en la matriculación de vehículos; incremento del 27,1% de desempleo en el sector de la construcción; reducción del 7,9% de consumo aparente de cemento; reducción del 25,8% en la concesión de visados para obra nueva y de un 36,9% de licitaciones de obra civil, etc.), para, simultáneamente, destacar aspectos positivos del comportamiento de las entidades financieras: alto grado de solvencia de Bancos y Cajas; reducidas tasas de morosidad de las hipotecas; inicio del proceso de reducción en los tipos del euríbor, sin omitir que en España no se contemplan los denominados SIV («Vehículos estructurados de inversión», de tan triste recuerdo tras la aparición de la crisis «subprime») para financiar inversiones a largo plazo en activos de titulación. Algo que induce a contradicción, si no actual, sí potencial, pues no parece lógico que el segmento de entidades de mayor protagonismo en los sistemas financieros no descuenta la repercusión de indicadores tan significativos. Claro que con la proximidad de comicios electorales no cabía una posición más ecléctica, que pudiera comprenderse sólo como expresión generadora de confianza a amplias capas de ciudadanos que contemplaban desconcertados las noticias relativas al funcionamiento de los mercados.

Y en una línea parecida, el titular de la Dirección de Supervisión de la entidad (BANCO DE ESPAÑA, 2008b) en una intervención con ocasión de la VIII Jornada Anual de Riesgos, calificara a nuestro sistema financiero como portador de una fortaleza acreditada por su holgada liquidez; altos niveles de rentabilidad; elevado nivel de cobertura de los créditos dudosos; exposición prácticamente nula a las hipotecas de norteamericanas de alto riesgo y con una sólida posición para superar la actual coyuntura, para la que se partía con certeza acerca de la buena salud del sector. Un juicio crítico complaciente que difiere mucho del que, casi al mismo tiempo, expresaban los responsables de otras instituciones internacionales y la lógica de los hechos, que venía obligando a las entidades financieras nacionales a replantear sus estrategias y a asumir evoluciones negativas de algunas de sus magnitudes representativas, señal evidente de la cercanía, por no decir, la confirmación, de un entorno desfavorable a su actividad.

Sin embargo, la misma institución, en el Informe de Estabilidad Financiera (BANCO DE ESPAÑA, 2008c) informaba que las turbulencias se habían intensificado y afectaban a diferentes mercados e instituciones, tanto los monetarios, como los de crédito y financiación, que experimentaban mayores dificultades, sin excluir a los de valores, mono-line y hedge funds. Asumía una posición más realista frente a los hechos que venían constatándose en los mercados.

En esta línea, representantes del Banco Central Europeo (González Páramo, 2008a) anunciaban un entorno macroeconómico de grandes dificultades —riesgos a la baja en las previsiones de crecimiento de la Unión Europea; la aparición de un impacto mayor del previsto en la desaceleración de la confianza de los agentes económicos, con un riesgo colateral, el de los precios al consumo, que contabilizaban el 3,3% en febrero, lo que hacía muy difícil la reducción de los tipos de interés, etc.—. Y algo muy dirigido a nuestro país: que aunque España crecía el 3,8% el pasado año, el mayor porcentaje de la Unión, probablemente sería el que sufriera el mayor impac-

to derivado de las turbulencias financieras, hecho que ya descontaba el PIB previsto en el 2,7%, más de un punto porcentual menor que en 2007. Anuncio que se complementaba posteriormente (González Páramo, 2008b) con una serie de cuestiones directamente relacionadas con el marco de las entidades financieras, de las que destacamos las siguientes: *a*) la afirmación, en contra de lo sostenido en algunos medios, que las tensiones de liquidez en los mercados no desaparecerían fácilmente, en especial, tras observar que los futuros a tres meses sobre el euríbor seguían anticipando altos diferenciales; *b*) la observación de una falta de confianza de las entidades de crédito, puesto que seguían limitando el negocio inter-bancario e inflando las primas de riesgo de contrapartida, y *c*) la conveniencia de mejorar la transparencia de aquéllas, como uno de los requisitos para que el mercado recuperara la confianza necesaria, cuestión que hizo extensible a las Agencias de Rating, acerca de las cuales concluyó que tenían mucho que reflexionar sobre su funcionamiento y la calidad de la información que ofrecían a los mercados.

Por su parte, la Reserva Federal norteamericana a través de su primer ejecutivo (Bernanke, 2008a) con motivo de una Convención de Banqueros, hizo unas declaraciones sorprendentes: solicitaba a las entidades financieras que condonaran una parte del principal de los créditos hipotecarios, medida que evitaría más embargos que los deseables, justificando su posición en la efectividad de la misma; que el Sistema Financiero debería dar «una vigorosa respuesta» a la situación que tenía planteada; y que el incremento de la morosidad, al mismo tiempo que bajaban los precios de la vivienda, había producido una «negative equity» para los propietarios, situación que podrían orientarles a considerar más rentable la provocación del embargo que continuar atendiendo a los pagos del préstamo hipotecario. Por último, que los impagos continuarían, entre otras razones, por el desequilibrio entre oferta y demanda de vivienda, lo que generaría la persistencia de mayores bajas de precios. En fin, una serie de cuestiones que no guarda relación alguna con la posición tradicional del banquero privado profesional, normalmente reticente a este tipo de consideraciones, que, por otra parte, veía respaldada sus reiteradas solicitudes de liquidez hasta por el IMF (2008), el Fondo Monetario Internacional, como medida que neutralizaría la probabilidad de un empeoramiento de la situación financiera, aunque, al tiempo, estimulaba a los gobiernos a que instauraran «políticas decisivas» para evitar una espiral incontrolable. En definitiva, en nuestra opinión, y como viene sucediendo desde su creación en 1913, la Reserva Federal no ha hecho otra cosa que incrementar deliberadamente la oferta de dinero, sin mayores preocupaciones por la eficiente asignación de tales recursos que, al final del proceso, lo único que provocan es un incremento posterior de la inflación... y, en no pocas ocasiones, el estallido de la «burbuja» correspondiente.

Y trascendiendo a instituciones públicas, la firma financiera GOLDMAN SACHS, (2008a) en su informe sobre España, no augura un escenario económico favorable para España, sugiriendo una serie de medidas que permitan neutralizar los desajustes en el sector inmobiliario, una de las causas de la crisis que afecta a las entidades financieras; la conveniencia de generar estímulos fiscales para favorecer el consumo y, en cualquier caso, prepararse para los efectos de un aumento del desempleo, que ya en los cuatro primeros meses del año contabiliza aumentos significativos.

En definitiva, e independientemente de la razonabilidad de estos comentarios, no hemos de olvidar que la evolución de la economía global es uno de los determinantes

significativos de la rentabilidad de los mercados financieros. A lo que habríamos de añadir, como muy acertadamente destaca Dolphin (2008a), lo que suceda en el entorno norteamericano: si éste entrara en recesión, en el resto del mundo asistiríamos, por los vínculos comerciales con este país, a una etapa de desaceleración sustancial que se vería complementada por altos tipos de interés, menos disponibilidades de crédito y altos precios del crudo, sin olvidar la repercusión negativa a todos los mercados de valores, hoy altamente relacionados. Y si a todo ello unimos un sistema bancario reacio a incrementar el volumen de crédito, tendríamos todos los elementos para configurar un grave proceso de recesión.

3. EVOLUCIÓN DE LOS PARÁMETROS BÁSICOS

El ahorro familiar y empresarial superaba a finales de 2007 el billón de euros (1,031504) con un crecimiento por encima del 11,2% respecto al año anterior. El conjunto de Cajas lideraba el protagonismo, con el 51% de los recursos, seguido por los Bancos con el 42%, y, el resto, las Cooperativas de Crédito. Todas las entidades incrementaron su volumen con porcentajes entre el 10-12% (BANCO DE ESPAÑA, 2008c) por encima del crecimiento de la riqueza nominal en el año.

En el Cuadro 1 se ha recogido la **evolución del ahorro** en el período 1985-2007, significativo de un cambio significativo en el comportamiento del inversor español. Del mismo podemos obtener algunas conclusiones:

- La fuerte **reducción del efectivo y depósitos** en las entidades de crédito, que de casi el **65%** se reducen a poco más del **40%**. Aún así, todavía a cierta distancia del promedio europeo, que apenas alcanza el **30%** del ahorro total.
- El auge de la aplicación a las **Instituciones de Inversión Colectiva**, que de un porcentaje insignificante, alcanzarían el **11,5%** en 2007, aunque por debajo del **24%** comunitario.
- Algo similar, con el volumen de ahorro destinado a los **Planes de Pensiones**, que se elevaba hasta el **6,2%**, aunque cinco veces menor que el promedio de la Unión.
- Un comportamiento diferente en la **inversión directa**. Una reducción de las aplicaciones en renta fija, y, sin embargo, un fuerte aumento en la renta variable, que absorbería casi la cuarta parte del ahorro total.
- La **actividad aseguradora**, por su parte, muestra, igualmente, un favorable crecimiento, al **multiplicarse casi por seis** la fracción de nuestro ahorro que se aplica a este tipo de inversión.

En definitiva, una migración hacia fórmulas similares a las observadas en mercados más desarrollados, si bien, todavía a cierta distancia de éstos. Pero si nos centramos ahora en el pasado ejercicio, y a través del Cuadro 2, comprobaremos el comportamiento de algunas **magnitudes de la actividad** de las entidades, que nos permite comentar lo siguiente:

CUADRO 1. *Evolución del ahorro (1985-2007)*

ESPAÑA	1985	2007	UE-2006
Depósitos y efectivo	64,9	40,2	29,9***
Inversión colectiva	0,4	11,5	23,9*
Fondos de Pensiones	0,3	6,2	32,0**
Inversión Directa	20,3	30,7	
Renta Fija	8,4	2,4	7,4
Renta Variable	11,9	24,5	
Seguros	1,2	8,0	
Créditos	9,2	1,5	
Otros	3,4	1,9	6,3***

En % del total.

* I.I.C. y Renta Variable.

** Fondos de Pensiones y Seguros.

*** Otros Activos (Créditos y otros).

Fuente: Gaceta de los Negocios. Madrid, 23-2-2008, p. 27.

CUADRO 2. *Volumen de activos de las entidades de crédito*

	TOTAL	BANCOS	CAJAS	COOPERATIVAS	EFC	ICO
2006	2.517.114	1.315.182	1.007.195	98.123	63.867	32.747
2007	2.946.759	1.554.577	1.171.481	110.765	69.605	40.331
Δ (%)	17,07	18,2	16,3	12,9	9,0	23,2
<i>CRÉDITOS OTROS SECT. RESID. TOTAL</i>						
2006	1.508.626					
2007	1.760.215					
Δ (%)	16,7					
<i>PASIVO OTROS SECT. RESID. TOTAL</i>						
2006	1.144.144					
2007	1.311.232					
Δ (%)	14,6					
	DEPÓSITOS	VISTA	AHORRO	PLAZO	M.E.	
2006	884.995	261.928	186.408	436.659	29.208	
2007	999.858	258.643	179.395	561.820	35.644	
Δ (%)	13	-1,3	-3,8	28,7	22,0	

Fuente: Elaboración propia a partir de Boletín Estadístico. Banco de España, enero de 2008. Datos en millones de euros.

- En primer lugar, el crecimiento de los **activos**, que lo hicieron por encima del 17%, casi tres veces más que lo hiciera el PIB nominal. Buena prueba del dinamismo del sector, aunque con diferencias según instituciones.

- Los **Bancos**, que representan casi el 53% del volumen total de activos, crecían en el año más del 18%, por encima de las Cajas y Cooperativas de Crédito, y mantenían prácticamente su cuota respecto al año anterior.
- Las **Cajas**, por su parte, reducían ligeramente su cuota, aunque presentaban, igualmente, un crecimiento notable del 16,3%.
- Las **Cooperativas de Crédito** crecían en volumen el 12,9%, igualmente, con una ligera pérdida de cuota.
- Por otra parte, el conjunto de instituciones presentaba un fuerte crecimiento tanto en la rúbrica de «**Créditos a otros sectores residentes**» como en el «**Pasivo**», en porcentajes del 16,7 y 14,6%, porcentajes que acreditan un fuerte dinamismo de estas rúbricas.
- Y dentro de los **Pasivos**, el componente «Depósitos» anotaba un crecimiento del 13%, si bien con una desagregación por modalidades verdaderamente representativa del momento de incertidumbre financiera que se presentaba a mediados del ejercicio. Los **depósitos a la vista y las cuentas de ahorro** con reducciones del 1,3 y 3,8%, respectivamente, mientras que los **depósitos a plazo** y en **moneda extranjera** se incrementaban el 28,7 y 22%, respectivamente, representando los primeros más del 56% del total de los pasivos.
- Como vemos, se producía un **cambio sustancial** en el comportamiento de los inversores. Si en la serie 1985-2007 observamos **la preferencia de estos por las instituciones de inversión colectiva frente a los depósitos**, en los últimos años, la tendencia cambia, con clara preferencia de nuevo hacia los depósitos, al menos, desde una perspectiva coyuntural. E, igualmente, con un cambio en la estructura de los balances de las entidades, que afectará a la consideración de los Fondos frente a la que tienen los depósitos.
- El hecho merece una explicación. Si observamos el Cuadro 3, podemos comprobar cómo evolucionan en el período 1999-2007 las aplicaciones de los inversores a las rúbricas de inversión colectiva.

En el caso de los **Fondos de Inversión**, en 1999 su volumen representaba cerca de la mitad de los depósitos, porcentaje que ha venido reduciéndose, con algún altibajo, hasta el 18,2% del último ejercicio. Y que, con total seguridad, seguirá disminuyendo por la escasa rentabilidad de esta modalidad inversora, la desaparición de los fondos monetarios y las incertidumbres en los mercados tanto de renta fija como variable, como pone de manifiesto la información al término del mes de febrero de 2008, en que los estrictamente financieros perdían casi 15.000 millones de euros. (AHORRO CORPORACIÓN, 2008).

En los **Planes de Pensiones**, la evolución ha sido diferente. En el período 1999-2004, el porcentaje, aunque inferior al de los Fondos, fue creciente. Desde 2004, las aplicaciones se reducen, no sólo por la escasa rentabilidad, sino por los cambios frecuentes en los incentivos fiscales que han desanimado a cierto tipo de inversores, en especial, los de mayor edad, sin olvidar la deficiente gestión en la mayor parte de las entidades. Y no se reduciría más debido a su característica de aplicación irrevoc-

CUADRO 3. Evolución porcentual de los Fondos de Inversión (FI).
Planes de Pensiones (PP) sobre depósitos (D)

	F.I./D	P.P./D	(F.I. + P.P)/D
1999	48,7	7,50	56,2
2000	38,2	7,90	46,1
2001	32,7	8,20	40,9
2002	29,5	8,36	37,9
2003	31,5	8,90	40,4
2004	30,6	8,78	39,4
2005	26,9	7,97	34,9
2006	22,2	7,10	29,3
2007	18,2	6,60	24,8

F.I. = Fondos de Inversión.

P.P. = Planes de Pensiones.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España y de INVERCO.

cable, que no permite la salida del Plan, salvo en limitadas circunstancias, antes de la edad de jubilación.

Igual tendencia se observa en la **suma de las inversiones a Fondos y Planes**, que, también, desde 2003 anota porcentajes decrecientes, habiéndose reducido su peso respecto a los depósitos por debajo del 25%.

- Esta tendencia tiene su repercusión en algunas rúbricas de la cuenta de resultados de las entidades, en especial, en las **comisiones**. El conjunto de entidades bancarias obtuvo en 2007 un volumen de ingresos de 14.300 millones de euros por este concepto, algo más del 4,2% de lo que había contabilizado el año anterior, porcentaje que no alcanza la tercera parte de lo que habían crecido las rúbricas de actividad, hecho que refleja una cierta asimetría. Y si bien las grandes entidades crecían en esta rúbrica algo más de la evolución media, las entidades medianas y pequeñas lo hacían en porcentajes de dos dígitos, gracias al diseño de productos y servicios que les generaban mayor valor añadido; por las campañas intensivas de financiación a empresas en formas de líneas de descuento y avales, y, en menor proporción, por las comisiones percibidas por la gestión de Fondos y Planes de Pensiones o de actividades aseguradoras. Hecho, que a la vista de los cambios que se están generando en el negocio bancario, podrían representar una tendencia decreciente a lo largo de este ejercicio.
- En relación a la **actividad crediticia**, en el Cuadro 4 hemos recogido el volumen total del sistema y su desagregación por instituciones y modalidades en el período 2003-2007, del que se infieren conclusiones de gran interés para el objetivo de esta investigación:
 - En primer lugar, como para el **conjunto del sistema** aparecen dos evoluciones distintas. Un crecimiento del volumen total en los tres primeros años, y una reducción de casi dos puntos porcentuales en los dos últimos. Se notaba un cierto agotamiento en el crecimiento del volumen de préstamos, que, con total seguridad, se agudizará en el presente año.

CUADRO 4. Distribución de préstamos, 2003-2007

	SISTEMA		BANCOS			CAJAS			ICO		
	Préstamos	C	Préstamos	A	B	Préstamos	A	B	Préstamos	A	B
2003	802.212	14,3	363.752	17,7	39,0	356.405	19,7	53,7	41.770	11,0	53,8
2004	945.697	17,9	419.156	20,1	39,6	431.868	21,9	53,1	49.359	13,0	54,7
2005	1.202.628	27,2	528.848	21,8	41,4	554.473	23,7	54,0	64.424	15,3	54,6
2006	1.508.626	25,4	657.990	24,9	39,6	709.406	26,9	52,5	77.902	17,4	54,1
H107	1.652.351	22,4	720.465	24,8	39,3	786.499	28,2	51,4	84.751	18,5	53,9

A Créditos a Inmuebles B Créditos personales C Crecimiento anual (%)

Fuente: Elaboración propia a partir de Boletín Estadístico del Banco de España y Agencia Rating Fitch. Datos en millones de euros.

- El crecimiento acumulado en el quinquenio de la **cartera de préstamos** sería del **15,5%** para el conjunto del sistema; algo menor para los Bancos, que sería del 14,6%; del 17,2% para las Cajas y del 15,2% para las Cooperativas. Evidentemente, las Cajas han experimentado un mayor crecimiento que las demás instituciones.
 - Si hablamos en términos de **cuota de mercado**, los Bancos perdían peso en el conjunto, pasando del 45,3 al 43,6%; las Cajas, por el contrario, ganan cuota al pasar del 44,4 al 47,6%, y las Cooperativas, prácticamente se mantenían estables en el entorno del 5,2%.
 - Si desagregamos el crédito por destino, observamos como en el caso de los Bancos, el **crédito inmobiliario** se acelera en el período, pasando del 17,7% del primer año, al 24,8% en el último, en el que sufre una pequeña desaceleración. En el caso de las Cajas, el crecimiento es continuo, pasando del 19,7 al 28,2%, y en proporciones más modestas, también crecientes, las Cooperativas.
 - En el caso del **crédito al consumo**, la evolución fue más irregular. En los Bancos oscilaba en el tramo 39-41%; las Cajas y Cooperativas, por su parte, con crecimientos anuales superiores al 50%, si bien con una tendencia a disminuir en los dos últimos años.
 - En definitiva, una **actividad inversora muy intensa**, con fuertes crecimientos anuales en ambas rúbricas, fruto de un entorno financiero con tipos de interés reales muy bajos y en el que era previsible nos aproximáramos a una situación de mayor morosidad, no sólo en la rúbrica de créditos al consumo sino también en aquellos que cuentan con garantía real.
- Por ello, la política de **provisiones para mora** ha debido intensificarse ante las evidencias puestas de manifiesto en el último período considerado. A las provisiones genéricas, calculadas en porcentaje sobre el volumen total de créditos concedidos habrían de añadirse otras específicas, deducidas sobre la masa de activos dudosos contabilizados periódicamente.

La **tasa de mora** en 2007 se estimaba entre el **0,8-0,9%** de los créditos concedidos, tasa que, de momento, y a salvo de lo que comentaremos más adelante, puede

considerarse razonable y, en todo caso, inferior al 2,2% que se contabiliza como promedio en el conjunto europeo. E, igualmente, muy inferior a la que se observa en las ventas a crédito de bienes y servicios (Capdevila, 2008) que crecía en 2007 por encima del 14%, y que en los dos primeros meses de 2008, anotaba ya un 20%. Los efectos impagados, por su parte, en enero de 2008 ascendían a 515.950, casi un 4% más que en el mismo mes del año anterior. Y, por importe medio, disminuían el 6,2% en los Bancos, mientras que en Cajas y Cooperativas se elevaban el 28 y 40,3%, respectivamente.

Las entidades financieras españolas vienen acreditando una política conservadora en esta materia. Sólo las tres más grandes instituciones bancarias españolas acumulaban, según MORGAN STANLEY (2008a) **unas provisiones genéricas** al término de 2007, de casi **14.150** millones de euros, que representaban porcentajes de cobertura entre el 225% del BBVA hasta el 151% del Santander, si bien con una fuerte reducción para el año 2009, hasta el 165 y 102%, respectivamente. En cualquier caso, unas reservas importantes que sólo en el caso de una fuerte recesión o un incremento muy intenso del desempleo pondrían a aquellas en una situación complicada.

4. LA EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS

Pasemos ahora a comentar la **evolución de los resultados**, que recogemos en el Cuadro 5, aunque polarizados en las cinco instituciones —tres grandes Bancos y dos grandes Cajas— que representan del orden del 80% del volumen total del sector. Veamos cada una de las rúbricas de mayor interés:

- El **margen de intermediación**, que expresa la diferencia entre los ingresos y costes financieros derivados de la actividad, ascendía a 33.284 millones de euros, de los que más del 75% lo obtienen los dos mayores Bancos, con crecimientos muy fuertes en el año, del 22,6 y 16,7%, respectivamente.
- El **margen de explotación**, que incorpora la influencia de los ingresos por comisiones y servicios, ascendía a 35.385 millones de euros, pero en este caso, la proporción absorbida por las dos primeras entidades se reducía al 54,8%. Todos los datos de evolución vienen representados por porcentajes de dos dígitos, aunque, en el caso de Caja de Madrid, crece por encima del 141%, por razones ajenas a la actividad estrictamente bancaria.
- Las cifras de **beneficio antes de impuestos** fueron muy significativas en 2007. En conjunto, superan los 27.440 millones de euros, con crecimientos en todas las entidades, excepto en el caso de Caixa, que se reducían el 32%. De nuevo, las dos grandes entidades absorben más del 70% del beneficio total del grupo.
- En lo relativo al **beneficio atribuible**, la cifra asciende a 21.795 millones de euros, igualmente, con crecimientos porcentuales de dos dígitos, excepto en el caso de Caixa, que tuvo una negativa evolución.
- Las dos grandes rúbricas del negocio, las dotaciones a **inversión y los recursos** captados, crecieron fuertemente, por encima de la riqueza nacional nomi-

CUADRO 5. Evolución resultados 2007

	M.I.	M. E.	BAI	B. At.	Invers.	Rec.	Activos	Oficinas
Santander	15.295	14.842	10.910	9.060	574.172	784.995	0,9 B	11.178
Δ (%)	22,6	32,3	26,5	19,3	8	6,2	9,5	3
BBVA	9.769	10.515	8.495	6.126	317.998	485.621	0,5 B	8.028
Δ (%)	16,7	18,7	20,8	29,4	20,9	14,1	21,9	7,1
Popular	2.338	2.246	1.944	1.260	88.108	104.284	0,1 B	2.531
Δ (%)	13,1	11,4	12,8	22,8	13,9	14,4	16,9	3,6
Caixa	3.634	3.469	2.725	2.488	161.789	223.850	0,25 B	5.480
Δ (%)	28,8	11,3	-32,1	-17,8	15,8	13,3	18,8	5,7
CajaMadrid	2.248	4.233	3.366	2.891	107.759	149.310	0,16 B	2.021
Δ (%)	16,3	141,3	154,7	177	13,3	12,5	16,0	1,7

	Cred. Dud.	Prov.	Ben/Ac.	Cobertura	Morosidad	Eficiencia Recurr.	Personal	ROE Recurr.
Santander	6.179	9.302	1,452€	150,55	0,95	44,22	131.819	21,91
Δ (%)	34,1	7,8	0,28	-36,68 p.p.	+0,17 p.p.	-4,34 p.p.	+6,5	+0,52 p.p.
BBVA	3.408	7.662	1,738€	224,8	0,89	43,2	111.913	30,20
Δ (%)	34,7	11,0	1,94	-48,0	+0,06 p.p.	-0,80 p.p.	+13,6	-6,20
Popular	834	1.822	1,210€	218,4	0,83	30,7	15.038	23,95
Δ (%)	31,3	9,4	9,26	-43,6	0,11	-0,54 p.p.	+7	+2,40
Caixa	893	2.509	—	281,1	0,55	42,9	26.342	19,40
Δ (%)	92,9	21,9	—	-163,3	+0,22	-5 p.p.	+4,4	-0,10
CajaMadrid	1.128	2.420	—	237	0,28	40,9	14.379	21,30
Δ (%)	67,9	46,1	—	-28,2	0,28	-1,8	+10,2	+3,90 p.p.

Fuente: Elaboración propia con datos recogidos de las entidades.

M.I.: Margen intermediación.

M.E.: Margen Explotación.

BAI: Beneficio antes impuestos.

B. At.: Beneficio atribuible.

Invers.: Inversión.

Rec.: Recursos.

Cred. Dud.: Créditos dudosos.

Prov.: Provisiones.

Ben/Ac.: Beneficio por acción.

Cobertura: Porcentaje de cobertura de la morosidad.

Eficiencia recurr.: Eficiencia recurrente.

ROE recurr.: Rentabilidad recursos propios, recurrente.

nal. En todos los casos, a excepción del BBVA, la inversión creció más que los depósitos, fruto de un ejercicio claramente expansivo en sus líneas básicas.

En relación al **crédito**, es importante realizar una observación. A pesar del crecimiento global en 2007, la parte del mismo destinada a la **financiación empresarial** subía un 20%, casi diez puntos porcentuales menos que en el ejercicio anterior. La expectativa de un cambio de ciclo inmobiliario; el menor dinamismo en el crecimiento de la riqueza; el aumento de la morosidad y las peores expectativas del sector de la construcción abonaban este cambio de criterio, que, considerando el conjunto de las entidades, podría descender al 15 y 10% en los años 2008 y 2009 (DBK, 2008).

El **crédito al consumo** también estuvo sujeto a importantes restricciones. Los últimos datos disponibles apuntan a un rechazo del 44% en las solicitudes de financiación de automóviles, algo muy importante, pues casi el 84% de las adquisiciones se hacen con financiación. Las razones que justifican las restric-

ciones son las elevaciones en los tipos de interés, derivados de la evolución positiva del euribor a lo largo de 2007; la incertidumbre en los mercados financieros y el repunte de la morosidad. Las entidades bancarias desviaban estas operaciones a entidades de financiación, que ofrecían condiciones más favorables (FINANCAR, 2008).

Para el **crédito a la vivienda**, las estimaciones más solventes apuntan, igualmente, a una contracción. La morosidad que se anotaba en diciembre de 2007 se estimaba en el 2% y las mejores expectativas orientaban a una elevación hasta el 3,5% a finales de 2008, por las mismas razones señaladas en el párrafo anterior, aunque, en este caso, la vinculación al euribor no tenía mucho sentido, puesto que a finales del presente año podría haberse reducido un punto porcentual respecto a finales de 2007 (Carbo, 2008).

El volumen de **activos medios** superaba en el año 1,91 billones de euros, más del 50% que el volumen del PIB español de un año, expresión del alto nivel de bancarización. En todas las entidades, el crecimiento en cifras de dos dígitos, representando las dos primeras más del 73% del conjunto.

- El volumen total de **créditos dudosos** ascendía a 12.442 millones de euros, cuyo 77% corresponde a las dos primeras entidades. El crecimiento ha sido muy fuerte en el año, en especial, en las dos Cajas, con porcentajes del 93 y 68 %, respectivamente.
- Las **provisiones** contabilizadas representaban más de 23.715 millones de euros, de las que casi el 72% se atribuye a las dos mayores entidades. Sin embargo, el crecimiento de las mismas, como en el caso de la rúbrica anterior, corresponde a las dos grandes Cajas. Vale la pena fijarse en que esta última cifra se sitúa entre las dos magnitudes de beneficio que venimos considerando, el BAI y el Beneficio Atribuible, lo que pone de manifiesto el extraordinario esfuerzo que deben realizar las entidades para prevenir posibles contingencias.
- El porcentaje de **morosidad**, por su parte, se encuentra dentro de los límites que habíamos anticipado en el apartado anterior, en el entorno de 0,8-0,9% para los grandes Bancos, y en porcentajes más reducidos, del 0,55 y 0,28% para Caixa y Caja de Madrid, respectivamente. Su evolución global en el período 2002-2008 era del siguiente tenor:

<i>Años</i>	<i>Tasa de Mora</i>
2002	1,092
2003	0,955
2004	0,791
2005	0,800
2006	0,719
2007	0,922
2008 (abril)	1,126

Fuente: Banco de España. Madrid, abril de 2008.

Hecho que pone de manifiesto que las grandes entidades tienen, en general, un menor nivel, que, por otra parte retorna al porcentaje de 2002, año a partir

del cual, y hasta 2007, fue continuamente decreciente, reflejo de la bonanza de la situación en el período.

- La **eficiencia**, entendida como relación entre los costes operativos (gastos de personal, gastos generales y amortizaciones) y el margen operacional (margen de intermediación y comisiones) se sitúa en el entorno 40-44%, con una evolución positiva en todas las entidades. No hemos de olvidar que ello significa que, en el punto más bajo del intervalo, los costes absorben tan sólo el 40% del valor añadido de las entidades. Hemos de destacar aquí un hecho singular que viene repitiéndose desde hace varios años: el caso del Banco Popular, que presenta la ratio más favorable del grupo y, probablemente, de todo el sector nacional, con tan sólo el 30% de costes sobre su margen operacional. Una de las razones por las que esta entidad, gracias a su excepcional eficiencia, está en el punto de mira de posibles operaciones corporativas.
- La **rentabilidad de los recursos propios (ROE)** ha superado en todos los casos porcentajes de dos dígitos, en especial, en el BBVA, que alcanzaba el 30,2%, aunque inferior en casi 6,2 puntos porcentuales a la del año anterior. La consideración de esta magnitud pone de relieve el alto nivel de este selecto grupo de entidades que, como indicábamos en el párrafo anterior, fundamentará el interés de acercarse a nuestro mercado de instituciones de crédito.
- En relación a la **distribución de beneficios**, las tres primeras entidades apuntaban una cifra superior a 1 € por título, con un crecimiento significativo, en especial el grupo Popular (THOMSON FINANCIAL, 2008). Este hecho anima al inversor en acciones bancarias, que en una situación de alta volatilidad y caída en las cotizaciones en los mercados de valores, permite una rentabilidad por dividendo que excede a la generada por cualquier depósito, activo financiero público o institución de inversión colectiva.
- Todas las entidades tuvieron una clara **expansión en la red de oficinas**, más modesta en el caso de Caja de Madrid. Sin embargo, esta entidad, junto al grupo Santander, mostraban la ratio más alta de activos por oficina, con 79 y 88 millones de euros, respectivamente, a distancia del resto del grupo.
- Si observamos las **dotaciones de personal**, vemos como la plantilla del conjunto se acerca a los 300.000 empleados, no sólo en España sino en el conjunto de los países en que desarrollan su actividad. Como en ejemplos anteriores, los dos primeros Bancos absorben más del 80% de los recursos humanos, y, en todos los casos, con crecimientos de dos dígitos tanto en BBVA como en Caja de Madrid.
- La **rentabilidad**, entendida como relación entre el beneficio atribuible y los activos, tiene un gran interés para valorar a las entidades. Caja de Madrid, por las razones que comentamos, alcanza el porcentaje más alto, el 1,7%, mientras que el resto de las entidades se sitúa en el intervalo 1-1,26%, expresivo de un óptimo nivel.
- El **beneficio por oficina** se distribuye en un intervalo entre 45-81 millones de euros, correspondiendo en el mismo al grupo Santander la cifra más alta, con la excepción de Caja de Madrid, que superaba los 141 millones de euros.

- Finalmente, el **beneficio por empleado** tiene una distribución más irregular, puesto que las dos grandes entidades, con operativa en diferentes países, tienen las ratios más reducidas: 68.730 y 54.740 euros, respectivamente. Y dejando al margen a Caja de Madrid, que se acerca a los 199.000 euros, el grupo Popular y Caixa presentan cifras más centradas de 83.790 y 94.450 euros, respectivamente.
- Aunque los beneficios atribuidos en las tres mayores entidades bancarias tuvieron los altos crecimientos que se han reseñado, las turbulencias financieras proyectaron sus **efectos sobre sus cotizaciones** en la Bolsa española ya a finales de marzo del presente año, como puede observarse a continuación:

<i>ENTIDAD</i>	<i>BENEFICIO</i>	<i>VARIACIÓN(%)</i>	<i>VARIACION COTIZACIÓN(%)</i>
SANTANDER	2.206	22,42	-13,94
BBVA	1.951	0,05	-16,10
POPULAR	323	12,13	- 0,79

Fuente: Elaboración propia a partir datos de «Bolsas y Mercados Españoles». Madrid, datos de 31 marzo de 2008.

Independientemente de ello, no debe olvidarse que una parte importante de los beneficios han sido generados por la contabilización de plusvalías por venta de inmuebles; por un alto volumen de ingresos por comisiones y servicios, especialmente de entidades bancarias en Suramérica y por la venta de entidades subsidiarias y acciones de empresas energéticas, aspectos todos ellos que, no siendo partidas recurrentes atribuidas al negocio ordinario, no pasan desapercibidos para las cotizaciones bursátiles.

A la vista de lo anterior, es evidente que estamos ante un **ejercicio más que confortable** en este grupo de entidades, que, a salvo de las auditorías completas a que deben someterse sus estados financieros y de la evolución de los posibles activos que pudieran estar «contaminados» por repercusiones de las turbulencias financieras, se enfrentan a un ejercicio de 2008 con una cierta tranquilidad. Sólo el paso del tiempo determinará si estas magnitudes son sostenibles o anticipan un cambio de ciclo en los balances y cuentas de resultados que presenten seguidamente. Las primeras conocidas, las del primer trimestre de 2008, aún siendo positivas, recogen porcentajes de variación muy inferiores al conjunto de 2007.

5. APARICIÓN DE NUEVOS PRODUCTOS Y SERVICIOS

La bondad de los resultados no fue óbice para que la mayor parte de las entidades presentaran productos y servicios adaptados a la nueva coyuntura en que debe desenvolverse el sector. Entre los de mayor interés, destacamos los siguientes:

- **Depósitos convencionales de alta remuneración**, en la mayor parte de los casos, con TAE en el entorno del 4%, por encima de la que se ofrece en activos financieros públicos de escaso riesgo, como las Letras del Tesoro o

Bonos del Estado. El horizonte de los depósitos suele estar comprendido entre 3 y 18 meses.

Como una parte importante de los depósitos bancarios está en cuentas a la vista y libretas de ahorro, con escasa o nula remuneración, es previsible que una parte de ellos migre hacia esta modalidad.

Para estimular su atractivo se ofrecen, aparte de mayores tipos de interés, la posibilidad de domiciliar nóminas; de realizar transferencias gratuitas a países de la Unión Europea, así como de obtener tarjetas de débito con carácter gratuito sin devengar ningún tipo de comisión. La banca telefónica o a través de Internet facilitarán estas operaciones.

- **Depósitos referenciados a otros activos**, como petróleo, cereales, divisas e, incluso, el Índice de Precios al Consumo. Todos ellos garantizan el 100% del capital invertido y exigen una inversión mínima del orden de 2.000 euros.
- **Depósitos con tipos de interés crecientes**, que los ofrecen más de una decena de entidades, con plazos comprendidos entre seis meses y tres años, con TAEs entre el 3,5-5,5%, para quienes no fueren clientes antes de la campaña de promoción.
- **Depósitos estructurados**, alguno de ellos, con la característica de auto-cancelabilidad. Requieren una inversión mínima, por encima de los 20.000 euros, y se destinan a inversores de mayor capacidad económica. En general, ofrecen rentabilidad con un nivel de riesgo razonable.
- **Productos hipotecarios** de nueva concesión o de acogida a los procedentes de otras entidades. Existe una amplia gama de ellos, tanto en Bancos como en Cajas, aunque hemos de dejar constancia que si bien el saldo ya en enero de 2008 era de 1,05 billones de euros —frente a 0,924 billones en enero de 2007, el crecimiento era del 13,8% frente al 22,9% un año antes (ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA, 2008)—. En general, están referenciados al euríbor, con diferenciales comprendidos entre 0,17-0,25 puntos porcentuales, bastante ajustados en relación a los que se ofrecían hace tan sólo un año. Los plazos de amortización oscilan entre 35-50 años, hecho que produce dudas más que razonables del potencial de morosidad que llevan asociados. En todos los casos exigen domiciliación de nóminas y, en alguna entidad en particular, se destinan a jóvenes entre 18-35 años, preferentemente.

Por otra parte, no debe olvidarse que en 2007 más del 33% de los prestatarios renegociaban los términos de sus hipotecas, generalmente, por las dificultades para realizar las amortizaciones correspondientes. Ello no producirá otro efecto que el de aumentar el período de vida de los préstamos y el devengo de mayores costes financieros para aquellos.

- **Fondos de inversión** orientados a Índices de mercados europeos, y con determinadas garantías ante las alteraciones en las cotizaciones.
- **Productos típicos de seguros**, como los planes de inversión asegurados, que tienen determinadas ventajas, como la posibilidad de modificar el carácter de la inversión sin repercusiones fiscales, independientemente de la facilidad al

inversor de poder decidir el momento de retirar su capital y/o los rendimientos acumulados.

- Productos ligados a la **reunificación de deudas**, conocidos con el nombre de «créditos paraguas» (que permiten reunificar en un solo préstamo deudas hipotecarias, de consumo o de las tarjetas de crédito) hasta ahora típicos de otras sociedades financieras, pero que han despertado el interés de algunas entidades de crédito. La previsible caída del volumen de créditos hipotecarios —se estima en el 18 y 22% para 2008 y 2009, respectivamente—; el menor nivel de financiación a la vivienda; la reducción de gastos notariales y de registro que se derivará de la nueva legislación hipotecaria, etc., abonan este cambio de orientación. En 2007 este negocio crecía un 30% sobre el año anterior, y para 2008 la mejor estimación apunta un crecimiento mínimo del 40%, en especial tras la aprobación del Decreto-Ley de 18 de abril de 2008, mediante el cual se agilizan los trámites y reducen algunos de los costes y aranceles que gravan este tipo de operaciones.

En cualquier caso, estos productos están recibiendo algunas críticas no sólo por el coste para el prestatario que los contrata, sino por la falta de transparencia en algunas entidades. Hasta tal punto llega la crítica que un reciente informe del Consejo Económico Social solicita del Banco de España que asuma el control de este tipo de operaciones; que se incremente la seguridad jurídica para el consumidor y que se supervise adecuadamente la concesión de créditos de esta naturaleza en «puntos de venta». No debe olvidarse que al ser de rápida concesión tienen mayores tipos de interés que los préstamos tradicionales; que la extensión del plazo de amortización genera mayores cargas financieras y que, en muchos casos, devienen en conflictos que no cuentan con un mecanismo de resolución equitativa para las partes (CONSEJO ECONOMICO-SOCIAL, 2008).

Finalmente, señalaremos los ligados a la **tecnología móvil de tercera generación**. Destaca el ofrecido por la primera caja de ahorros, un servicio personalizado para iPhone e iPod-Touch, que incluye toda su operativa de «línea abierta», que facilita, aparte la utilización de todos los servicios bancarios —con la excepción de la retirada de efectivo— la venta de entradas para más de 5.000 espectáculos de cine, música y teatro; la consulta y ampliación de saldos en todas las tarjetas de crédito, los movimientos en cuenta, recargas de móviles, etc., con una previsión de realizar hasta 25 millones de operaciones a través de este medio. Hecho que dará agilidad a las relaciones con la clientela y, de paso, contribuirá a mejorar la eficiencia por la minoración de costes que supone.

Todo ello tendente a la mejora de la **competitividad**, que si a nivel global del sector exterior español, y con datos del MINISTERIO DE INDUSTRIA (2007) ha evolucionado del **0,6%** en 2007 frente al **1,3%** del año anterior, entre otras razones por las alteraciones producidas en el índice de precios al consumo y en los tipos de cambio, no ha sucedido lo mismo en el sector financiero. La competitividad, si la midiéramos por la evolución de la ratio de eficiencia, y como ya se puso de manifiesto en el Cuadro 5, ha aumentado —desciende el valor de la ratio— en las cinco instituciones que tomamos como muestra. Si la medida se hiciera a través del nuevo indicador sugerido para el sector ban-

cario, el de Boone (RIXTEL, 2008), basado en la idea que las empresas más eficientes, las que acreditan costes marginales más reducidos, obtienen mayores cuotas de mercado o mayores niveles de beneficio, siendo su efecto más intenso cuando más fuerte sea la competencia, nos confirmará la bondad de la situación española. La expresión del indicador revela que cuanto más alto es su valor absoluto, mayor nivel de competencia. La evaluación que se hacía del indicador para los sistemas bancarios de diversos países en 1994-2004 ofrecía los datos que se resumen a continuación:

Indicador de Competencia de Boone

<i>País</i>	<i>Valor</i>	<i>Calificación</i>
USA	-5,41	Muy competitivo
Alemania	-3,38	Competencia relativa
Italia	-3,71	Competencia relativa
España	4,15	Competencia relativa
Países Bajos	-1,56	Competencia intermedia
Francia	-0,90	Menos competitivo

Nuestro sistema bancario quedaría en segundo lugar de los países analizados, por detrás de Norteamérica. Sorprende la posición italiana, que tiene un valor por encima de España en el período considerado. Una medición en el trienio 2004-2007 hubiera arrojado resultados bien distantes para ambos países, y habría acreditado una mejor posición de las entidades españolas, que han mejorado de forma muy considerable su ratio de eficiencia en dicho trienio.

En relación a las operaciones de financiación, y hasta ahora, a diferencia de lo referido para los productos de pasivo y servicios, no han aparecido productos sustitutivos de la **financiación de grandes operaciones corporativas**. Corporaciones españolas, e, incluso, entidades financieras, tienen paralizadas emisiones de renta fija, a causa de la atonía de los mercados internacionales de deuda, en especial, desde julio de 2007, así como por la escasa calidad de alguno de sus empréstitos. Las compañías Telefónica, Iberdrola y el Banco Popular, por ejemplo, retienen emisiones de bonos por el alto coste de emisión, que de «spreads» de 70/80 puntos básicos podría llegar hasta 200. Hasta febrero de 2008 se han reducido a 8.300 millones de euros, menos de la mitad de lo emitido un año antes. Hay varias razones para justificar este comportamiento, no sólo la desconfianza de los inversores para aplicar a estos productos, sino las dudas persistentes sobre la credibilidad y solvencia de algunas instituciones; el crecimiento de las tasas de morosidad que se observa en algunas de ellas; la preferencia por emisiones de reducido plazo de vida y papel de calidad superior al de nivel BBB.

6. SITUACIÓN COMPARATIVA CON ENTIDADES EXTRANJERAS

Aunque, en términos globales, la mayoría de las **entidades financieras españolas** ha realizado un buen ejercicio, hemos de destacar algunos hechos que podrían al-

terar la recurrencia de sus resultados en 2008 y 2009. Entre otros, aludiremos a los siguientes:

- El **primer grupo bancario** español ha tornado de ser admirado por todos en 2007 a estar en el punto de mira por varias razones: *a)* por la fuerte provisión de casi 740 millones de euros de su inversión en Sovereign Bancorp; *b)* por las incertidumbres de los resultados de sus filiales suramericanas, de las que obtiene más de la tercera parte de los resultados; la posible repercusión de la «burbuja inmobiliaria» y, en especial, por la fuerte apelación a los recursos del Banco Central Europeo. En el período febrero 2007-2008 su cotización caía del orden del 20%, similar a la de instituciones semejantes y al conjunto del Ibex-35 (FINANCIAL TIMES, 2008).
- La **segunda entidad** ha tenido altibajos en su proceso de creación de valor para el accionista. Según el estudio de (Fernández, 2008) en el período 1991-2007 acumulaba 18.747 millones de euros, aunque con datos negativos en los años 2001 y 2002 por importes de 16.907 y 28.033 millones de euros. En los cuatro últimos años, sin embargo, su valor se elevaba a 19.020 millones de euros, con una capitalización de 62.816 millones de euros, que representaba casi el 12% del total de las firmas del Ibex-35, considerándose el octavo Banco más rentable, superior a ING y Credit Agricole, con una rentabilidad en dólares superior al 24%. Por otra parte, en la década 1998-2008 pasaba del puesto 19 al 17 por capitalización.
- El conjunto de las 45 **cajas de ahorros** españolas incrementaron su negocio de manera considerable en 2007. Tanto en Recursos como en Créditos se movían entre el 16-17%, casi tres veces más que lo hacía la riqueza nacional nominal. Su beneficio antes de impuestos crecía con menor intensidad, el 7,1%, y el resultado atribuible superaba este porcentaje, el 19%, gracias a la influencia de la reducción en el Impuesto de Sociedades. Su eficiencia en el período 1998-2007 mejoró sustancialmente del 61 al 46,3%, aunque está todavía muy lejos de la que acredita la tercera entidad bancaria, del orden del 30%. Un esfuerzo sugestivo para los próximos años. Por otra parte, ofrecen una menor concentración de beneficios que las firmas bancarias. El 60% del beneficio lo protagonizan cinco entidades, que representan tanto en créditos como en depósitos el 51 y 41%, respectivamente. Como datos negativos hemos de destacar su ingente cartera de créditos hipotecarios, que en 2007 superaba los 590.000 millones de euros, un 56% de la que tenían los bancos, con lo que ello significa en este momento. Por otra parte, hay dudas sobre la viabilidad de algunas cajas de menor tamaño, que podrían verse presionadas a asumir procesos de integración con otras más grandes.

Esta parece ser la política que promueve el Banco de España, al menos, en el caso de entidades pequeñas del País Vasco, Cataluña, Valencia y Castilla-León, criticada como «sectaria» por algún medio de comunicación (HISPANIDAD, 2008). En algún caso, con operaciones cruzadas en el interbancario a 225 puntos básicos sobre el «euribor», algo merecedor de una profunda reflexión.

La morosidad en términos de créditos dudosos sobre el total de créditos es del 0,6%, una de las más bajas de la Unión Europea, a gran distancia de Italia y Alema-

nia, que superan el 4% y más próximas a Suiza y Luxemburgo, que oscilan en el 0,2-0,3%. Tanto su morosidad como la cobertura de los activos dudosos inferior a la que contabiliza el conjunto de los bancos. No comprendemos la resistencia a la emisión de cuotas participativas que, junto a la deuda subordinada y las participaciones preferentes les permitiría mejorar su base de capital. Probablemente estimen que el mercado no esté para acoger tales emisiones —que estaban previstas, entre otras, por Caja de Ahorros del Mediterráneo, Caixa Galicia, Caixa Murcia y Caja de Madrid para financiar sus procesos de expansión— y hayan preferido continuar con una estrategia de captación de pasivo más caro para sus necesidades a largo plazo, y prefieran, para las de corto, pasar por la ventanilla del Banco Central Europeo.

Las **entidades extranjeras**, por su parte, presentan mayores incertidumbres por haber sufrido, hasta ahora, mayores repercusiones derivadas de las turbulencias financieras. Aludiremos a las más importantes:

- En 2007, las seis más importantes del entorno norteamericano (Bear Stearns, Citigroup, J. P. Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley) contabilizaban (Tanona, 2008) importantes descensos de resultados, consecuencia de las «subprime» con porcentajes entre el 24-74%, que han puesto en peligro su propia estructura de capital. La más importante, Citigroup, hubo de dotar casi 8.100 millones de euros, la más alta del sector, más de diez veces que la que había realizado la primera entidad española. Otras estimaciones aseguran que sus dotaciones han sido, como en el caso de Merrill Lynch, más del doble de lo anteriormente indicado (EXPANSIÓN, 2008). J. P. Morgan anunciaba el 16 de marzo que adquiriría todas las acciones de Bear Stearns con ayuda financiera de la Reserva Federal y a un precio equivalente a poco más del 1,2% de su capitalización el día anterior, hecho que produjo desconianza en los mercados y una drástica reducción de cotizaciones en los valores norteamericanos y europeos al día siguiente.
- La utilización de los vehículos estructurados de inversión (SIVs) y los derivados colaterales (CDOs) está en el origen de estas pérdidas. Los primeros contabilizan una cartera de 101.000 millones de euros, utilizados tanto por instituciones norteamericanas como europeas. No debe olvidarse que las depreciaciones de aquellos han alcanzado, en algún caso, al 40%.
- Una de las entidades francesas más importantes, la **Société Générale**, en la que se descubría un fraude próximo a los 5.000 millones de euros, obtenía un resultado positivo de 950 millones de euros, pero casi el 82% inferior al del año 2006. Tenía que dotar a provisiones casi 3.000 millones de euros a consecuencia de las «subprime», aunque, y hechos paradójicos, pensaba distribuir un dividendo de 0,9 euros por acción, y preparaba una ampliación de capital de 1 por 4 tras una pérdida de capitalización superior al 30%.
- La primera entidad alemana, **Deutsche Bank**, por el contrario, y a pesar de realizar dotaciones de 2.210 millones por la crisis «subprime», presentaba los beneficios mayores de su historia, generados en más del 60% en las áreas de banca corporativa y de inversión. Su expectativa para 2008 es lograr un beneficio bruto de 8.400 millones de euros con una rentabilidad de sus recursos propios del orden del 25%, inferior en más de cuatro puntos porcentuales a los

del año anterior. En la presentación estas cifras, su primer ejecutivo señalaba que trabajarían en un entorno en el que «prosiguen las incertidumbre» tanto sobre el crecimiento de la riqueza en Alemania, así como del desenlace final de la crisis. Como en el mundo financiero se comentaba la posibilidad de una operación corporativa sobre Societé Générale, afirmó que no estaban interesados en ella, sino tal vez, en el alemán Post Bank, que había sido recientemente privatizado.

- La firma suiza **UBS**, ha contabilizado, igualmente, las primeras pérdidas de su historia: 2.740 millones de euros, tras realizar unas provisiones del orden de 12.000 millones de euros. Para salvaguardar sus ratios de capital, emitirá 8.000 millones de euros en Bonos Convertibles que, con seguridad, serían suscritos por el Gobierno de Singapur. Sus títulos perdían en los dos primeros meses de 2008 más del 30% de valor.
- Y, finalmente, el británico **Northern Rock** es el que ha tenido el peor final. Es el primero de la historia del Reino Unido que desde 1866 sufre una retirada masiva de depósitos, hasta el punto que tras diversos intentos de enajenación, hubo de ser salvado por el Gobierno. La nacionalización de la entidad ha sido mal vista por los mercados financieros, que han puesto en duda la buena imagen tradicional de la FSA, la agencia británica de finanzas, en un país en el que más del 10% del PIB procede de sus servicios financieros. Los analistas estiman que ello afectará también al Primer Ministro y al titular de Hacienda, en especial, por la imagen que se ha dado a la opinión pública y porque, a largo plazo, supondrá un perjuicio por haber intervenido en defensa de una entidad que no ha operado acorde a las leyes del mercado.
- Por el contrario, su compatriota, el HSBC, una de las que aparecían como más afectadas por las turbulencias, cerraba su ejercicio con unos resultados de 12.606 millones de euros, tras haber dotado 11.631 millones a consecuencia de las «subprime».

En definitiva, estamos ante datos que ponen de manifiesto, tanto una buena gestión en el caso de algunas entidades, nacionales y extranjeras, frente a otras que han padecido un negativo impacto en las cuentas. Llama poderosamente la atención que ello se haya polarizado en las firmas de mayor tamaño y en las que aparecen siempre en los medios de comunicación como las que tienen una estrategia más avanzada, tanto en la generación de productos y servicios de inversión, como en el asesoramiento y calificación de operaciones realizadas por las entidades con las que compiten. Y es que la realidad de los mercados, como es lógico, no se compadece con ninguna y espera que este proceso se vaya clarificando y permita mantener en activo a aquellas que actuaron en el sentido adecuado y facilite el final de aquellas que lo hicieron de forma heterodoxa.

En este sentido, hemos de calificar como muy positivo el cambio de actitud que las principales **Agencias de rating** (S&P; MOODYs y FITCH RATINGS) han asumido tras esta crisis. Son muchos los analistas que criticaron a estas entidades por no anticipar la llegada de las turbulencias; que calificaron con altos estándares a complejas estructuras financieras, muchas de las cuales están en el origen de la crisis, y que, ahora, tras constatar los efectos de sus recomendaciones, han rebajado la califi-

cación de deudas por importes próximos a los 370.000 y 96.000 millones de euros por parte de S&P y Fitch, respectivamente.

Todo ello les ha producido innumerables perjuicios, no sólo económicos, que en el caso de Moody's supuso la caída de beneficios en torno al 54% en el ejercicio de 2007, sino la pérdida de prestigio y la necesidad de mejorar la transparencia y equidad de su negocio y la firme voluntad de respaldar su independencia.

Para ello, S&P, por ejemplo, ha propuesto una serie de medidas que evite las actuaciones del pasado y coadyuve a lograr el regular funcionamiento del mercado. Un conjunto de recomendaciones que descansan en principios incuestionables para el correcto ejercicio de su función de calificación de los empréstitos de deuda: *a)* la mejora técnica del proceso de análisis previo a la concesión del rating; *b)* Considerar una pluralidad de factores: básicamente, el nivel de liquidez del emisor y el entorno de volatilidad en que se desenvolverá el activo; *c)* los previsibles escenarios del mercado; *d)* la formación previa en su metodología de análisis y valoración de los inversores que han de aplicar sus recursos a los activos que califican; *e)* la toma en consideración de las orientaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que prohíbe explícitamente a las Agencias asesorar en el diseño de productos estructurados a los que, posteriormente, otorgan calificación, etc., esto último, un verdadero contrasentido generador de conflictos de intereses y de importantes pérdidas de confianza en la solvencia y honorabilidad de las Agencias. La existencia de un auténtico «Defensor del inversor» sería una medida urgente y deseable, respecto a la cual, y por la experiencia deducida de otras instituciones que disponen de ella —entidades financieras y de seguros, por ejemplo— reduciría la aparición de tales conflictos, mediando para la limitación de sus peores efectos.

7. EL RIESGO INMOBILIARIO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Uno de los comentarios más frecuentes en el proceso de crisis ha sido la valoración del riesgo inmobiliario que afecta a las entidades financieras españolas (FITCH RATING, 2008) recogido en el Cuadro 6 y que permite obtener algunas conclusiones:

- Las tres mayores entidades bancarias españolas tienen reconocido un rating AA en su deuda a largo plazo. El resto, con algunos matices, positivos o negativos, tiene calidad A. Tan sólo una Caja cuenta con rating BBB+.
- Como una buena parte del riesgo viene asociada a la actividad prestamista al sector inmobiliario y de la construcción, el cuadro recoge el porcentaje de los mismos sobre el total de créditos concedidos. Aunque las fechas de calificación son diferentes, y podrían haber variado en el período de tiempo transcurrido hasta el momento de su publicación, es posible inferir que:
 - Tan sólo hay una entidad con un porcentaje superior al 40% de los créditos totales. Sin embargo, la Agencia califica a la entidad en el rating A.
 - 15 entidades tienen porcentajes de préstamos entre el 30-40% del total concedido, y muchas de ellas con calificaciones AA.
 - Los dos grandes bancos españoles tienen un porcentaje menor, del 15-16%, igualmente, con calificaciones AA.

- 23 entidades, tanto bancos como cajas de ahorro, tienen porcentajes comprendidos el 10-30%, con calificaciones AA y A, con diferentes signos.

CUADRO 6. *Riesgo inmobiliario de entidades financieras*

	Rating de deuda a largo plazo	% de préstamos al sector inmobiliario y constructor sobre el total de créditos		Rating de deuda a largo plazo	% de préstamos al sector inmobiliario y constructor sobre el total de créditos
Banco Santander	AA	15 (g)	Caja Laboral Popular	A+	11 (c)
BBVA	AA-	16	Caja Murcia	A+	32
Bco. Popular	AA	30	Cajasur	A-	32 (a)
Bco. Sabadell	A+	33	CAN	A	14
Bankinter	A+	3	Caja Ganada	A-	28 (a)
Bco. Valencia	A	40	Caja Asturias	A	23 (c)
Bco. Guipuzcoano	A	32	Caixa Sadabell	A-	33
La Caixa	AA-	21	Caixa Terrassa	A-	30
Caja Madrid	AA-	24	Sa Nostra	A-	29
Bancaza	A+	38	Caja Canarias	A	23
Caixa Catalunya	A	24	CAI	A	31 (a)
CAM	A+	27 (a)	C. Rural Mediterráneo	A-	21
Caixa Galicia	A	30 (c)	Caixa Laietana	BBB+	31 (e)
Unicaza	A+	24 (a)	Caja Vital	A	23
Cajasol	A-	28 (d,h)	Caixa Tarragona	A-	22 (d)
BBK	A+	13	Caixa Girona	A-	34
Caixanova	A	32 (c)	Caja Extremadura	A-	24 (a)
Caja España	A-	31 (a)	Caja Rural de Navarra	A-	19 (c)
Caixa Penedes	A	39 (a)	Caja Burgos (C. Catol.)	A-	44
CCM	A	29	Caja Badajoz	A-	18
Cajamar	A	24	Caja Rural del Sur	A-	13 (a)

(a) Finales de junio de 2007. (b) Finales de mayo de 2007. (c) Finales de septiembre de 2006. (d) Finales de junio de 2006. (e) Finales de marzo de 2006. (f) Finales de 2005. (g) Cuentas anuales de Santander. (h) Estimación de Fitch. (i) Incluye exposición a grandes constructoras de actividades diversificadas.

Fuente: Fitch Ratings.

— A pesar de esta clasificación, la Agencia estima que el sector tiene, en su conjunto, sólidos fundamentales, aunque no omite algunos comentarios significativos:

- Se viene observando una mayor presión sobre los ingresos típicos del negocio.
- Obviamente, un alto nivel de concentración de algunas entidades en el sector inmobiliario y de la construcción, con la consiguiente repercusión futura en sus resultados. A ello podría haber contribuido la apertura de casi 1.200 y 2.400 nuevas oficinas por parte de Bancos y Cajas, respectivamente, en lugares de gran actividad inmobiliaria, en las que porcentajes del 25 y 28% eran para esta actividad, si bien permitían realizar tareas de «venta cruzada».

- Se observa algo ya comentado: una elevación de la proporción de préstamos de dudoso cobro.
 - Unos menores volúmenes de liquidez, que justifican mayor apelación a los mercados. En cualquier caso, no debe olvidarse que el conjunto de las cajas es prestadora neta en el mercado interbancario.
 - A pesar de lo anterior, una intensificación de los procesos de captación de pasivo a tipos superiores, que aumentará sus costes financieros y reducirá el margen de intermediación, y, consecuentemente su resultado final.
 - Una reducción en los volúmenes de concesión de créditos.
- Aunque la Agencia no alterará el rating de la deuda, tiene el propósito de supervisar a las entidades «caso a caso», en especial, su ratio de capital; la política comercial y las apelaciones a los mercados de liquidez, estas últimas, criticadas por algunos medios financieros de comunicación, aunque desmentidas posteriormente tanto por el Banco de España como por la Asociación Española de la Banca Privada (AEB).
 - Adicionalmente, se investigará el riesgo de las participaciones industriales de las entidades financieras en el sector inmobiliario, que en la actualidad es muy pequeño en el caso de los grandes bancos, y de mayor intensidad en un buen número de cajas de ahorros.
 - Por último, y como medida proyectiva, la agencia Moody's ha estimado una tasa de suspensiones de pagos derivados de la crisis inmobiliaria. Si en noviembre de 2007 la estimaba en 0,9%, dos meses después la elevaba al 1,8%, consecuencia directa del proceso de contracción del crédito y del incremento de la ratio de endeudamiento. A nivel mundial la sitúa en un 4,6%, algo más intensa en los Estados Unidos, hasta el 5,2% (aunque la reduce al 4,3% en enero de 2009) y para Europa la estima en el 3,3%, si bien, a diferencia con Norteamérica, la eleva hasta el 3,7% en la última fecha. Prueba evidente de la desconfianza en la superación del problema en el corto plazo.

8. LOS EFECTOS SOBRE LAS ASEGURADORAS DE CRÉDITO

En los últimos tiempos, las **aseguradoras mono-line** (aquellas compañías cuyo objetivo es el aseguramiento de créditos, bonos y productos estructurados) han subido a la palestra por las derivaciones de la crisis financiera. En la actualidad, su volumen de actividad es de **1,528** billones de euros repartidos entre **financiación internacional** (14%); **financiación estructurada** (26%) y la rúbrica más importante, el **aseguramiento de bonos municipales** por el 60% restante (DUYN-TETT, 2008).

Sus **principales características** son las siguientes:

- Utilizan para la cobertura los llamados «**derivados de crédito**», que mencionaremos después.
- Aunque el horizonte de los activos que financian es de medio y largo plazo, en el caso de los **bonos municipales**, los más importantes de su cartera, se

amplía a plazos de 10-30 años, con lo que ello representa para la evaluación del riesgo.

- Como la actuación de los inversores en estos productos es muy inestable, pues pueden **comprarse/venderse con gran frecuencia**, en función de las variaciones en los tipos de interés, el mercado presenta señales de crisis, por lo cual, los emisores municipales se afanan en refinanciar su deuda a través de otros instrumentos.
- Existe un temor fundado: ¿Qué pasará si las contrapartidas de los derivados de crédito dejan de cumplir sus compromisos y aparecen los impagos, en especial, para aquellas materializadas en **Hedge Funds**? Porque no hemos de olvidar que los mercados están exigiendo mayores garantías a estos instrumentos, en especial, para sus posiciones en bonos soberanos, que oscilan del 0,25 hasta el 3%. Razonan en el sentido de que a menor riesgo se actúa con mayores niveles de apalancamiento para así lograr una rentabilidad adicional. Pero la secuencia que se produce es la que los anglosajones califican como «margin spiral», esto es, que a consecuencia de la crisis se producen ventas forzadas de activos, caídas en el precio de los mismos; solicitudes de mayores garantías, nuevas ventas apremiadas por la situación, etc. (McCoy, 2008a). En definitiva el ciclo ya conocido para otras secuencias financieras o mercantiles.
- Por todo ello, en estos momentos se estudia la posibilidad de **mejorar su base de capital y/o incrementar las garantías** exigidas a las financiaciones estructuradas, medidas que afectaría negativamente a su volumen de operaciones.
- Consecuentemente, los expertos se inclinan por mantener el negocio aunque desagregándolo en dos líneas fundamentales: una, dedicada al aseguramiento de activos hipotecarios de mayor riesgo, como las hipotecas; otra, polarizada en el área de negocio que respaldan garantías municipales.

Es probable que tal división favorezca una gestión más razonable.

Las previsiones actuales confirman que, en el caso de las hipotecas, **1 de cada 4** podría no ser cancelada a su vencimiento. Por ello, los impagos están generando provisiones por importe de 82.000 millones de euros, de las que se avanzan como pérdidas posibles del orden de 24.300 millones de euros.

Esta situación está produciendo un efecto muy importante para las **entidades financieras emisoras de deuda**. En unos casos, se les ha retirado la calificación AAA, con lo que ello supone para sus futuros costes de emisión; y, por otra, la amortización anticipada de algunas de sus emisiones, que según las estimaciones de Moody's afectarían a una veintena de instituciones, con pérdidas estimadas entre 5.000-20.000 millones de euros.

Pero volvamos a los «**derivados de crédito**». Esta figura ha sido utilizada por las entidades financieras, nacionales y extranjeras, con la que un inversor obtiene cobertura que le protege de las vicisitudes de la deuda que adquiere. Cuando el emisor de la deuda es insolvente, el vendedor debe hacer frente a la pérdida generada. Por ello, y como sucede con todos los derivados, cuanto más alto es su precio, mayor es la

percepción de riesgo de la deuda adquirida. Sus **características fundamentales** son las siguientes:

- La figura funciona como una especie de **seguro de crédito**.
- Como se ha dicho, cuanto más alto es el precio de estos activos, mayor es la percepción de riesgo de los inversores, y, recíprocamente.
- En la situación actual, tras la crisis «subprime», el riesgo atribuido a las **entidades financieras se encuentra en máximos**.
- En general, su cotización sirve para anticipar la percepción de un crecimiento de la **morosidad**.
- Si las dos mayores entidades financieras españolas quisieran protegerse, por ejemplo, de una deuda de 10 millones de euros a cinco años, tendría un coste adicional comprendido entre 91.000-95.000 euros, cuando en agosto del pasado año se situaba entre 36.000-42.000 euros.
- La estimación para otras entidades sería muy superior: desde los 262.000 euros para Caja Ahorros del Mediterráneo o los 111.700 euros para Unión de Bancos Suizos. En este último caso, supondría añadir una prima de riesgo del 1,117%.
- La proliferación de la figura ha puesto en el mercado un sistema de medida del riesgo conocida como iTRAXX, con dos variantes, según se refiera a derivados de compañías con calificaciones de riesgo por debajo/por encima de BBB. La evolución de la prima de riesgo en el período comprendido de septiembre de 2007 a febrero de 2008 es de 325-560 y 40-110 puntos básicos, según se califique por debajo o por encima de BBB. Magnitudes de gran consideración que añaden un coste extraordinario que ha de soportar el titular de la emisión.

Esta figura tuvo una extraordinaria evolución a partir del año 2001. A mediados del pasado año el **volumen de derivados de crédito** que se había emitido era de unos cinco billones de dólares, del orden del 38% del PIB norteamericano, hecho que genera valoraciones contradictorias. Uno de los mayores inversores del mundo, Warren Buffett, los califica como «auténticas bombas de relojería», en tanto que el que fuera Presidente de la Reserva Federal los valora como «imprescindibles para gestionar razonablemente los riesgos» (Badía, 2008). No hemos de olvidar que los derivados tienen, entre otras, la misión de facilitar la cobertura de riesgos, aunque son otros los factores cualitativos que han de tomarse en consideración antes de utilizar estos instrumentos. Por tal motivo, el propio Buffett, en declaraciones efectuadas en marzo de 2008, insistía en el peligro de estas entidades, recomendando retroceder en el plan de apoyo que él mismo había defendido en su día (Buffett, 2008).

Concluimos nuestro comentario con una breve consideración sobre los **Hedge Funds**, a los que aludíamos en párrafos anteriores. Su mercado ha tenido un brillante desarrollo en los últimos quince años, mejorando, incluso, el comportamiento de la renta variable. Pero aún persisten dudas sobre su potencial de desarrollo. Para unos,

tienen amplia cabida mientras persista el denominado «universo alfa», esto es, el de la existencia de múltiples ineficiencias inexploradas que podrían ser aprovechadas por la utilización de los mismos, aunque desconozcamos realmente su volumen. ¿Pero existen suficientes gestores preparados para localizar tales ineficiencias, y, consecuentemente, aprovecharlas en propio beneficio? Este es el problema. Por ello, los eclécticos piensan que el mercado debe desarrollarse, pero que, al tiempo, el órgano regulador español, la Comisión del Mercado de Valores, habría de autorizar antes la existencia de los Fondos de Inversión libre, con retorno asegurado, con exigencia de menores recursos para el acceso a ellos y que pudieran funcionar al margen del ciclo económico. Cuestiones que, aunque facilitarían el camino, no eximirán nunca de los riesgos globales de estos instrumentos.

9. PRIMERAS CONCLUSIONES

A la vista del análisis realizado, es evidente que estamos ante una situación delicada para el entorno de las **entidades financieras** que, si bien, en el caso de las españolas, **realizaron un buen ejercicio tanto en actividad como en resultados**, se hace preciso esperar tanto al vencimiento de algunos de los activos emitidos, especialmente, los de mayor complejidad, como a la finalización de los procesos de auditoría y supervisión aún no culminados. No debe olvidarse, por otra parte, que estas crisis se vienen repitiendo con cierta frecuencia y provocan reacciones en todos los mercados, con fuerte volatilidad en la cotización de los activos y, tras un período, que deseamos no sea largo, vuelven a la normalidad. No hay más que revisar las producidas en la década de los ochenta y noventa para confirmar la verosimilitud de nuestro comentario.

En cualquier caso, la crisis ha tenido ya un efecto considerable sobre la **evolución del desarrollo económico** de una buena parte del mundo. Son evidentes las señales de desaceleración en las principales macro-magnitudes, y, para el caso español, cualquiera de las estimaciones de crecimiento que se están considerando adelantan un descenso mínimo de un punto porcentual del PIB español en 2008 respecto al dato del año anterior. Tal estimación, del **2,6%**, tiene su origen en el modelo de crecimiento de la economía española; la situación del sector inmobiliario y la del sector financiero tras el estallido de la crisis (Valle, 2008), se rebaja por otros analistas hasta el **2,1-2,2%**, que favorecería una fuerte reducción en el ritmo de creación de empleo, con lo que ello supone para la posibilidad de atención puntual a los compromisos financieros contraídos por los consumidores. En el entorno norteamericano, las evidencias son más fuertes e, incluso, sugieren la entrada en un proceso recesivo. Ya en el primer trimestre de 2008, el crecimiento estanco del PIB era del 0,3% (BANCO DE ESPAÑA, d) que adelantaba un comportamiento más débil en cómputo anual que el señalado en la estimación anterior.

Centrándonos en las cuestiones eminentemente financieras, podemos ir obteniendo **algunas conclusiones**, entre las que destacan:

- Una de las últimas estimaciones de los efectos de la crisis **estima las pérdidas globales** hasta un nivel de los **800.000** millones de dólares, a los que habrían de añadirse los **150.000** millones que podrían presentar las aseguradoras mono-line. Tales expectativas vienen acompañadas de una serie de

episodios tales como la desaceleración en la construcción de viviendas e inmuebles residenciales; los impagos crecientes en las tarjetas de crédito y la reducción del crédito al consumo. No hemos de olvidar que, en algunas áreas, como Norteamérica, el consumo supone más del **70%** de la demanda agregada, hecho que facilitaría la desaceleración, e, incluso, y como se ha indicado, el inicio de recesión.

- La **crisis afecta a los inversionistas apalancados**, puesto que si las empresas a las que han aplicado generan menores ganancias o, incluso, pérdidas, no podrían cubrirlas con el riesgo que ello implica, pudiéndose ver obligados a vender activos no líquidos en mercados de escasa liquidez, hecho que produciría un descenso en cascada en los precios de sus activos, por debajo de los valores fundamentales (Roubini, 2008).
- Sólo en el **sector financiero**, las depreciaciones superaron en el año 2007 los **100.000** millones de euros a causa de las «subprime». Queda por conocer los efectos finales cuando concluyan los ejercicios de 2008 y 2009, que podrían alcanzar cifras superiores (Motyl y Sweeting, 2008).
- Las **pérdidas de capitalización** en entidades financieras norteamericanas y europeas pueden alentar operaciones corporativas. Las primeras ya obtuvieron recursos procedentes de inversores de Asia y Oriente Medio. En el caso de las europeas, las mayores han contabilizado importantes deterioros (casos del **HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays Bank y Lloyds**, que reducían su capitalización, las tres primeras, en porcentajes del **0,4; 29,7 y 20%**, respectivamente, en el período comprendido entre enero de 2007 y mayo de 2008) haciendo atractiva el lanzamiento de ofertas de compra. De las cuatro citadas, tres tienen capitalización más reducida que las dos primeras entidades financieras españolas, que también redujeron su nivel, pero disponen de liquidez, y podrían, por sí solas o con otros inversores, asumir tales operaciones. No obstante, y en nuestra opinión, la comentada actuación de la Agencia Financiera del Reino Unido, tras la nacionalización del Northern Rock, habría reducido la posibilidad de asumirlas.

En los Cuadros 7 y 8 recogemos la evolución reciente de la capitalización de las mayores entidades financieras mundiales, evolución que provocará cambios importantes en los próximos meses, no sólo en el ranking de instituciones, sino por las operaciones corporativas que puedan surgir de modo similar a la comentada de J. P. Morgan sobre Bear Stearns.

Por otra parte, y conforme al informe del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS, 2008), no hemos de olvidar que las entidades financieras europeas están generando actualmente **problemas en el mercado inter-bancario**. Y enumera una serie de instituciones con grandes riesgos por su posición ante el exterior, en especial, Reino Unido y Alemania (4,1 billones de dólares cada uno); Francia (3,2 billones); Suiza, Holanda y Japón, con 2 billones y Estados Unidos con 1,7 billones. Todas ellos se han asumido con otros sistemas bancarios nacionales a través del inter-bancario, destacando los casos de Bélgica y Francia con una exposición de casi siete veces su ratio de capital de primera categoría, el conocido como TIER-1. Por ello, la desconfianza es creciente y

nadie confía de entidades con estos niveles de riesgo, entre otras razones, por la caída de más del **52%** en el volumen de emisiones de deuda, que, cada vez, tienen mayores costes de emisión, al contrario de las deudas empresariales, que crecían el **21%**.

CUADRO 7. *Evolución capitalización en Banca internacional desde el 29 de junio de 2007 hasta el 13 de mayo de 2008*

<i>Entidad</i>	<i>Fecha 29-6-2007</i>	<i>Entidad</i>	<i>Fecha 13-5-2008</i>
1. CITI	187.400	IND. Y COM. CHINA	187.721
2. BANK OF AM.	160.262	CHINA CONST. BANK	138.700
3. HSBC	158.878	HSBC	135.118
4. IND. Y C. CHIN.	156.046	BANK OF CHINA	106.287
5. JP MORGAN	122.256	BANK OF AMERICA	105.273
6. BANK OF CHIN.	114.476	JP MORGAN	99.847
7. CHINA CONST.	114.211	SANTANDER	87.623
8. UBS	93.722	CITI	75.641
9. ROYAL BANK	88.994	MITSUBISHI	72333
10. MITSUBISHI FIN.	88.256	ABN AMRO	70.985
11. WELLS FARGO	87.820	UNIT CREDIT ITALIANO	63.698
12. SANTANDER	85.621	WELLS FARGO	61.787
13. BNP PARIBAS	82.429	BNP PARIBAS	61.134
14. WACHOVIA	72.432	INTESA SAN PAOLO	57.642
15. INTESA SAN PAO	70.359	BBVA	56.519

Fuente: Elaboración propia a partir datos Bloomberg y JCF. Cifras de capitalización en M. de euros, en las fechas indicadas.

CUADRO 8. *Pérdidas de capitalización en las entidades financieras en 2007 y hasta mayo de 2008*

<i>Entidad</i>	<i>Capital (M. \$)</i>	<i>2007</i>	<i>Hasta 5/08</i>
BANK. OF AMER.	155.212	-22,7%	-16,0%
J.P. MORGAN	135.542	-9,6%	-0,4%
CITIGROUP	96.109	-47,2%	-24,6%
HSBC	180.203	-9,6%	-0,4%
ROYAL BANK OF	155.212	-33,2%	-29,7%
SANTANDER	110.100	-4,6%	-5,3%
ABN AMRO	110.536	+52,2%	+2,90%
BNP-PARIBAS	100.033	-10,2%	-9,0%
BBVA	75.814	-8,1%	-10,0%
DEUTSCHE BANK	55.259	-11,8%	-14,61%
BARCLAYS 53.628	-39,6%	-18,06%	

Fuente: Elaboración propia a través datos Bolsas. Cifras en M. de Dólares.

En una línea similar, aunque más completa, se manifiesta la Asociación de Profesionales de Instituciones Financieras norteamericana con ocasión del FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), en que reconocen como razonables las inyecciones de liquidez que han hecho los bancos centrales, aunque sólo

para sortear la fase inicial de esta crisis. La persistencia de esta implicará el endurecimiento del mercado interbancario, que, al final del proceso, afectará al desarrollo de la economía. El Forum **estima que tal crisis ha tenido su origen** en tres cuestiones fundamentales: una gestión con estándares muy bajos por parte de las entidades que operaban con «subprime», a veces, incluso, en forma casi fraudulenta; una actuación de los inversores sin la prudencia debida al aplicar sobre activos garantizados por hipotecas sobre bienes en clara caída de precios, y, finalmente, por la irregular evaluación de los riesgos en sus operaciones, tanto ordinarias como «fuera de balance». Como recomendaciones para superar esta situación sugieren:

- A las entidades financieras, inversores y reguladores, que contribuyan a restablecer la confianza en la solvencia crediticia y la salud de las entidades de ahorro y préstamo. Tal confianza es fundamental para facilitar el normal desenvolvimiento de la intermediación de créditos. Aunque, añadimos nosotros, la falta de aplicación de la Directiva MiFid, vigente desde noviembre de 2007, requiere de las entidades la necesidad de realizar regularmente tanto el «Test de Conveniencia», en operaciones a iniciativa del cliente, como el de «Idoneidad», en orden a facilitar el adecuado asesoramiento tanto a inversionistas como en la gestión de carteras, hechos que permitirían no sólo el cumplimiento de una norma comunitaria, sino que coadyuvarían a lograr la confianza debida.
 - Las entidades, por su parte, deberían reconocer lo más pronto posible, el valor real actual de los títulos de su cartera, así como justificar la forma en que han determinado el riesgo de sus operaciones.
 - Y también recomiendan a los reguladores, en el sentido que habrían de reflexionar sobre la conveniencia de ampliar el grado de cobertura que tiene la regulación, pero, al tiempo, sugiriéndoles que no todos los problemas por los que atraviesan hoy los mercados tienen una solución regulatoria que sea efectiva o atractiva.
- Los mercados financieros están convencidos que **la desaceleración de la economía norteamericana** producirá un efecto de menor dependencia en los mercados europeos. Es el conocido como **«decoupling»**, compartido por muchos analistas, pero que, en opinión de Braun (2008), es más aparente que real. Y ello por varias razones:
- En primer lugar, porque los bancos americanos, por poner un ejemplo, a los que se culpa del problema de las «subprime», acreditan un comportamiento en su política de beneficios y saneamientos más favorable que la de sus homólogos europeos.
 - Los valores financieros americanos no están siendo tan castigados por la crisis. Caen las cotizaciones en todo el mundo, pero mucho menos en los Estados Unidos.
 - Y al ser una burbuja mundial, no tiene mucho sentido provocar enfrentamientos entre la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, porque no es que actúen en oposición al «decoupling», sino porque atraviesa-

mos una situación en la que el mix IPC/Desaceleración es diferente en USA que en Europa. En nuestra opinión, la realidad es que la política de los bancos centrales más importantes del mundo (Estados Unidos, BCE, Reino Unido, Canadá y Suiza) en lo relativo a inyecciones de liquidez, es unitaria como se demuestra en una de las coyunturas más recientes, marzo de 2008, en que a través de diversas vías insuflan una de las cifras más altas hasta ahora, para regocijo momentáneo de los mercados de valores y de la relación euro/dólar, pero de discutible eficacia a medio y largo plazo. La drástica caída de cotizaciones en los bancos norteamericanos hasta el 17 de marzo de 2008, que se recoge en el Cuadro 7, pone en evidencia tal práctica.

- En una línea parecida se pronuncia el que fuera Secretario del Tesoro norteamericano, Lawrence Summers, recogida por Guha (2008), al admitir la **existencia de tres círculos viciosos** en Estados Unidos: uno, de liquidez, que estimula la caída de los precios de los activos, la aceleración de su venta y descensos de precios; otro, al que denomina «keynesiano», que se manifiesta por la reducción de los ingresos de los asalariados y la caída del consumo; y, finalmente, la aparición de un proceso de aceleración en las solicitudes de préstamos a consecuencia de las pérdidas económicas de familias y empresas, o sea, problemas financieros que generan problemas económicos. Pero confiando siempre que tales círculos tendrían una pronta solución a través de las medidas radicales que estaban patrocinando autoridades e instituciones en orden a contrarrestar una posible recesión.
- Abundando en esta posición, la tesis de que «**tirón de los emergentes**» contrarrestaría la crisis norteamericana está resultando fallida, y ello, por varias razones:
 - Observando los índices S&P y Dow Jones, la caída de éstos anotaba, en 20 de mayo de 2008, 2,84 y 1,78%, respectivamente. Sin embargo el DAX y el FTSE lo hacen en el 10,43 y 1,25%%, respectivamente; el NIKKEI, en el 6,78%; en India y China en porcentajes superiores.
 - Y todo ello sin olvidar la inter-relación que existe en los mercados. Casi la mitad de los ingresos de las empresas del S6P-500 viene del exterior, frente al 30% de tan solo hace diez años.
 - El agravamiento de la crisis de las entidades financieras norteamericanas ha provocado ventas masivas de valores en otras áreas, hecho que revela la dependencia.
 - En la misma línea, el enfriamiento económico norteamericano afectará tanto a Alemania como a Japón, que son grandes exportadores, así como a China. Sin olvidar que caso de recesión, afectará a este último país, porque mermará las compras americanas y reducirá los beneficios de las empresas de aquel país.
 - Y, finalmente, no hemos de olvidar que hasta el propio Fondo Monetario Internacional estima que la evolución de la aportación de diversos países a la formación del PIB mundial era del siguiente tenor en el período 1980-2007:

<i>Países</i>	<i>1980</i>	<i>2007</i>
USA	23	21
JAPON	8	7
INDIA	3	4
CHINA	2	11

Que pone de manifiesto una relativa menor dependencia, aunque todavía contribuye con más de la quinta parte a la riqueza mundial, sin olvidar que las **dos terceras partes** de ésta procede de doce países (USA, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y España) con altos ingresos; de **cinco países** en desarrollo (China, India, Rusia, Brasil y Méjico); y que, por el momento, las cinco **mayores economías del mundo** son las señaladas en el cuadro, junto a Alemania (GACETA, 2008), lo que no constituye precisamente una señal de «decoupling».

Desde el punto de vista de los mercados de valores, la tesis del «decoupling» justificaría una reducción en las tasas de crecimiento del beneficio por acción, aunque no una recesión o final de ciclo económico. Por ello, se estima que **no existen las condiciones necesarias que justifiquen el «decoupling»**, al menos, teniendo en cuenta la manera de cotizar de los mercados, en los que la crisis financiera reduce posibilidades para que un escenario de relevos vaya a producirse (Suárez, 2008a).

En definitiva, **en el futuro, no ahora**, podría hacerse más notorio este «decoupling», algo que favorecería una diversificación de los «motores» de desarrollo económico, con las consecuencias, positivas y negativas, que tal hecho supone.

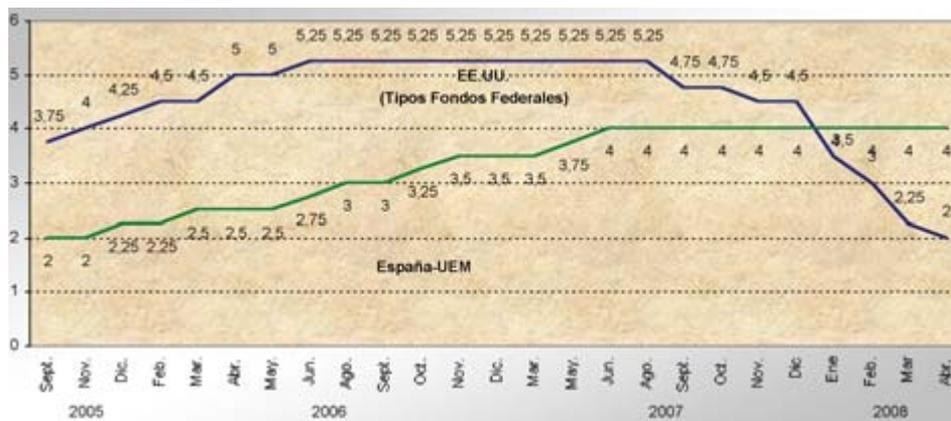
- En relación a los **tipos de interés**, no caben, por el momento, muchas esperanzas de que las políticas aplicadas por Estados Unidos y Europa sean coincidentes. Si en el entorno americano la presión para su rebaja es insistente consiguiendo situarlos en el **2%** desde abril de 2008, tras la debacle en los mercados de valores, que anotaron las caídas que reflejamos en el Cuadro 9,

CUADRO 9. *Caída de las Bolsas hasta 20-5-2008*

<i>Indicador</i>	<i>Valor</i>	<i>Pérdida desde 1 de enero</i>
IBEX-35	13.798	-6,16%
EUROSTOXX	3.825	-11,76%
FT-100	6.087	-1,25%
NIKKEI	13.850	-6,78%
DOW JONES	12.820	-1,78%
DAX	6.949	-10,43%

Fuente: Elaboración propia a partir datos Bolsas. Madrid, 20 de mayo de 2008.

que, con posterioridad, y tras un movimiento lateral, volverían a repetirse. En la eurozona, la posición es mucho más rigurosa y los mantiene, por el momento, en el 4%. Trichet (2008) ha manifestado que «la política del Banco está orientada totalmente por su misión primera: garantizar la estabilidad de precios en un momento en que la inflación de la zona es del 3,3%, su punto más alto en los últimos diez años, superando el nivel del 2% establecido... No debemos tolerar que las subidas de precios de materias primas se extiendan al conjunto de los precios y salarios. Sería una espiral inaceptable que pondría en peligro la estabilidad de los precios, el crecimiento económico y la creación de empleo». En el gráfico puede comprobarse la diferente evolución de los tipos en Estados Unidos y la Unión Monetaria.



- En los mercados financieros hay tres conceptos básicos que no deben olvidarse: **solvencia, confianza y liquidez**, auténticos pilares de su óptimo funcionamiento, aunque ahora estén en entredicho, no sólo por la amplitud y diversidad de inversores, entidades y activos afectados por la crisis, que algunos, como el financiero húngaro, George Soros, no duda en calificarla en el «Financial Times» como la peor de los últimos treinta años, a causa del «fundamentalismo del mercado, un mercado al que hay que preservar; dejarle innovar con libertad; con ausencia de regulación; descansando en la capacidad analítica de bancos y agencias de rating e impidiendo su colapso» (McCoy, 2008b). Características todas ellas que deben tener algunas limitaciones, como los hechos comentados en páginas anteriores se han encargado de demostrar.
- Como es notorio, la crisis financiera agudiza la presión sobre los balances y cuentas de explotación de las instituciones de crédito. Tal presión, por los efectos que hemos comentado en páginas anteriores, alteran las estrategias de captación de recursos y aplicación de los mismos, que se ofrecen a tipos más altos con lo que el coste de capital aumenta y, consecuentemente, se repercute sobre los sectores ávidos de financiación. Por ello, la traslación de este escenario hacia los niveles de apalancamiento de las compañías y los mayores gastos financieros, tendrán consecuencias negativas (Suárez, 2008b).
- Por último, no olvidar que ese **mayor coste de capital** viene influenciado por la elevación de las primas de riesgo, que en el último año casi se han multi-

plificado por cuatro. Si una emisión de 10 millones de euros tenía en abril un coste de 40.000 euros por efectos de dicha prima, en la actualidad se eleva hasta los 156.000 euros, que añadiría **1,56** puntos porcentuales al coste de la financiación. Como se ha visto en páginas anteriores, esta prima podría alcanzar hasta **4** puntos porcentuales al utilizar otros instrumentos financieros. El incremento de la morosidad histórica y el temor a la aparición de más situaciones de insolvencia o suspensión de pagos, unidas al deterioro de las expectativas económicas y el consecuente hundimiento de la creación de empleo, favorecen este comportamiento. La crisis, como es visible, se auto-alimenta y traslada sus efectos a todos los que en esta coyuntura se encuentren ávidos de recursos financieros.

10. EPÍLOGO: REFLEXIONES TEÓRICAS

Al concluir este trabajo, vale la pena recordar que los mercados financieros fueron objeto de atención preferente por parte de las diferentes escuelas del pensamiento económico. Su parámetro básico, el **tipo de interés**, ha sido objeto permanente de polémica como puede comprobarse en las referencias seleccionadas¹.

¹ Para Keynes, «la tasa natural de interés podía definirse más estrictamente como la que prevalece en equilibrio cuando la producción y la ocupación son tales que la elasticidad de la ocupación como un todo es cero». Pero, ¿cuál sería el supuesto tácito necesario para que tuviera sentido la teoría clásica de los tipos? La suposición que la tasa real es siempre igual a la neutral en el sentido que acaba de definir, o, recíprocamente, que la tasa real es siempre igual a la que mantendría la ocupación a cierto nivel especificado y constante. Pero si la teoría tradicional la interpreta así, en sus conclusiones prácticas hay poco o nada con que no estemos de acuerdo. La teoría clásica supone que la autoridad bancaria o las fuerzas naturales hacen que la tasa de interés de mercado cumpla una u otra de las condiciones anteriores, e investiga qué leyes regirán la aplicación y las remuneraciones de los recursos productivos de la comunidad en este supuesto. Con esta limitación, el volumen de producción depende únicamente del nivel constante de ocupación que se supone, junto con el equipo y la técnica actuales, con lo que entraríamos en la paz de un mundo ricardiano» (Keynes, 1936).

En una posición diferente (Hayek, 1978) realiza un alegato a favor de la libre competencia en la emisión y circulación de cualquier medio de pago, abogando por el tratamiento del dinero como si de cualquier otro bien material se tratase, gestionado por un ente privado y no por un monopolio público, asumiendo que tal política tendría unos altos costes de transacción, pero que conduciría, como así estamos comprobando, a un imparable proceso de disminución del número de divisas en los actuales mercados financieros. Basta con observar los mercados cambiarios para comprobar que **dólar, euro y yen** son, por ahora, protagonistas de la mayor parte de las transacciones.

Pero Hayek fue más allá en la interpretación del papel del dinero en la economía moderna al sostener que:

- La **política monetaria** solía ser, más que el remedio, la causa de las depresiones económicas, ya que era mucho más fácil, cediendo a las demandas de dinero barato, provocar los errores de la producción que hacían inevitable una reacción posterior, que ayudar a la economía a desembarazarse de las consecuencias de un superdesarrollo en una particular dirección. La inestabilidad económica de los años setenta tuvo su origen en el no-sometimiento al mercado del dinero, que, en su opinión, constituye el más importante regulador del mecanismo del mercado.
- Por otra parte, no debe olvidarse que el **dinero no es un instrumento** de política con el que puedan conseguirse determinados resultados mediante el control de su cantidad, aunque habría de formar parte del mecanismo autodirigido que induce al individuo a ajustar sus actividades a circunstancias que sólo pueden conocerse a través de las señales que emanan de los precios.
- La creencia, generalmente admitida, **que el dinero barato es siempre deseable y beneficioso**, hace inevitable e irresistible la presión sobre cualquier autoridad política o monopolio

Comprendo que la preocupación de los principales gestores de la economía financiera mundial esté más interesada en la solución a los problemas con medidas que entrarían en colisión con la posición de los clásicos. Es fuerte la presión que reciben de las instituciones sociales y de los mercados. Pero es necesario un punto de equilibrio que garantice que tales medidas no generen a medio plazo mayores problemas de los que tratan de resolverse. Y ahí está la clave. Si como se anuncia por las primeras autoridades norteamericanas, «se hará lo que tenga que hacerse para proteger la economía» y que Wall Street no excluya «que el Gobierno, plagado de defensores del libre mercado, lanzara un plan de rescate de 152.000 millones de dólares contra la recesión, se vea forzado a recurrir al rescate del sistema financiero con fondos públicos» (Álvaro, 2008) no haría, en nuestra opinión, más que agrandar los efectos

capaz de abaratar el dinero emitiendo una cantidad superior. Y aunque tal política ayuda al prestatario, siempre a expensas de otros, produce durante algún tiempo, un efecto expansivo y estimulante sobre la actividad económica, pero, al tiempo, genera unos efectos lentos e indirectos, difíciles de comprender y reconocer, que los más inmediatos y agradables que los percibidos por el que recibió el dinero en primera instancia. Algo de ello estamos comprobando en nuestra propia carne cuando observamos la lenta, pero progresiva evolución de los tipos básicos que se duplicaron en poco más de tres años.

- Hayek termina con una afirmación concluyente: «desde que la política keynesiana se ha infiltrado en las masas, **se ha hecho respetable la inflación** y ha suministrado a los agitadores argumentos que los políticos profesionales no pueden refutar. La única manera de evitar que una inflación continua nos conduzca a una economía controlada y dirigida, y, por tanto, en última instancia, para salvar la civilización, es necesario privar a los gobiernos de su poder sobre la oferta de dinero».

Por su parte (Galbraith, 1991), reflexionando sobre la probabilidad de presentación de **crisis futuras** nos recuerda: «¿Cuándo se producirá el próximo episodio especulador y a qué valores afectará su recurrencia: propiedad inmobiliaria, títulos de bolsa, objetos de arte, automóviles antiguos? Para esto no hay respuesta, nadie lo sabe, y quienquiera que pretenda contestar es que no sabe que no sabe. Pero una cosa es cierta: habrá otro de estos episodios y otros más después. Como ya se ha repetido, tarde o temprano, a los incautos se les desposee de su dinero. Y lo mismo le sucede, por desgracia, a quienes, respondiendo a un generalizado talante optimista, son cautivados por la creencia en su propia perspicacia financiera. Así ha sido durante siglos, y así continuará siendo en el futuro lejano».

Espero que este repaso sobre la situación de los mercados financieros haya ilustrado sobre la encrucijada en que se encuentran, así como en las graves repercusiones que puede trasladar a amplias capas de empresas y economías domésticas una interpretación heterodoxa de su comportamiento. El economista profesional ha de ser consciente de la responsabilidad en que incurre con una explicación sesgada o interesada, contraria siempre al propósito de la Economía. Me viene ahora el recuerdo de aquella célebre frase, pronunciada por (Friedman, 1982) a este propósito: «La importancia que para la humanidad tiene la recta comprensión de lo que la ciencia económica positiva es capaz de aportar fue acertadamente ponderada, hace unos doscientos años (a finales del siglo XVIII) por Pierre S. Dupont, Diputado por Nemours en la Asamblea Nacional francesa, cuando, aludiendo a una propuesta legislativa encaminada a incrementar la emisión de “asignados” —un medio de pago de la Revolución Francesa—, afirmaba: “Señores: es un hábito lamentable, en el que con frecuencia incurrimos, en el ardor del debate, el de presumir que nuestros contra opinantes se hallan motivados por alguna dolosa intención. Es preciso ser tolerantes en materia de intenciones; deberíamos suponerlas siempre rectas, cuando así nos lo parezcan. Sin embargo, con lo que no cabe ser tolerantes es con la incoherencia lógica o el razonamiento infundado. Al amparo de teorías lógicamente defectuosas se han cometido más crímenes que los que pueden haberse derivado del intencionado comportamiento de gentes perversas”».

Friedman, M. y R. (1980), finalmente, nos recuerdan, que «hay cinco verdades sencillas que contienen la mayor parte de lo que conocemos sobre la inflación (de las que entresacamos las relacionadas con este trabajo: 1. La inflación es un fenómeno monetario debido a un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción, a pesar de que las causas del incremento de la oferta monetaria pueden ser varias. 2. Existe sólo un remedio a la inflación: una tasa de incremento menor de la cantidad de dinero... 5. La existencia de unos efectos secundarios desagradables en la eliminación de la inflación es inevitable».

de la crisis; ayudando a buena parte de los que la han generado y trasladando sus efectos al resto de la sociedad, que deberá soportar resignada el resultado de una superflua e ineficiente regulación, los costes de decisiones en que no han participado y aguardar a que, desafortunadamente, continuemos a la espera de una óptima solución a tan viejos y reiterados problemas.

11. REFERENCIAS

- AHORRO CORPORACIÓN (2008): *Evolución de los Fondos de Inversión*. Madrid, 21 de marzo de 2008.
- ALVARO, C.: «FED: Medidas de excepción para una crisis sin precedentes. Y el rescate no ha acabado». Recogido en *Gaceta de los Negocios*. Madrid, 20 de marzo de 2008, pág. 14.
- ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA (2008): *Evolución del crédito hipotecario*. Madrid, 18 de marzo de 2008.
- BADÍA, D. (2008): «Los temores sobre la banca cotizan en máximos», en *Diario Económico Expansión*. Madrid, 19 de febrero de 2008, pág. 28.
- BANCO DE ESPAÑA (2008a): *Informe Económico*. Madrid, febrero de 2008.
- BANCO DE ESPAÑA (2008b): *Intervención del Director General de Supervisión con motivo de la VIII Jornada Anual de Riesgos*.
- BANCO DE ESPAÑA (2008c): *Informe sobre Estabilidad Financiera*, abril de 2008, pág. 11.
- BANCO DE ESPAÑA (2008d): *Evolución ahorro familiar y empresarial en 2007*. Madrid, 20 de marzo de 2008.
- BANCO DE ESPAÑA (2008e): *Informe mensual*. Madrid, abril de 2008.
- BERNANKE, B. (2008a): «Intervención en la Convención de Banqueros de Orlando, Florida» (Estados Unidos), 4 de marzo de 2008. Recogido por *ABC-Economía*. Madrid, 5-3-2008, pág. 48.
- BIS (2008): *Banco Internacional de Pagos*. Informe de febrero de 2008. Basilea.
- BRAUN, C. R. (2008): «Decoupling Smiley», recogido por *ABC-Economía*. Madrid, 8 de marzo de 2008, pág. 44.
- BUFFETT, W. (2008): «Declaraciones sobre el plan de ayuda a las aseguradoras mono-line». Recogido en *Gaceta de los Negocios-Inversión*, Madrid, 9 de marzo de 2008, pág. 14.
- CAPDEVILA, D. (2008): «Informe del Director General de Crédito y Caución», recogido en *ABC-Economía*. Madrid, 13 de marzo de 2008, pág. 39.
- CARBÓ, MANSILLA Y RODRÍGUEZ (2008a): *Cuadernos de Información Económica*. Fundación Funcas. Madrid, marzo de 2008.
- CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (2008): «Informe sobre reunificadoras de crédito», recogido en el *Diario Expansión-Economía*, Madrid, 21 de febrero de 2008, pág. 25.
- DBK (2008): *DBK. Análisis de sectores*. Madrid, febrero de 2008.
- DOLPHIN, T. (2008a): «¿Qué pasará en 2008? Henderson Global Consulting», recogido en *Gaceta de los Negocios*. Madrid, 23 de febrero de 2008, pág. 27.
- DUYN, A. VAN y TETT, G. (2008): «Amenazas, regulación y horizontes de las aseguradoras mono-line». Recogido en *diario económico Expansión-Finanzas*. Madrid, 23 de febrero de 2008, pág. 18.
- EXPANSIÓN-Finanzas (2008): Edición de Madrid, 8 de febrero de 2008, pág. 31.
- FINANCAR/GANVAM (2008): *Informe sobre créditos al consumo*. Madrid, febrero de 2008.

- FINANCIAL STABILTY FORUM (2008): «Informe anual de la Asociación de Profesionales de Instituciones Financieras». Washington, enero de 2008. Recogido de la Revista *Bolsa*. Madrid, febrero de 2008, pág. 84.
- FINANCIAL TIMES-EXPANSIÓN. Madrid, 8 de febrero de 2008, pág. 29.
- FITCH RATING (2008): «Rating de deuda y porcentaje de préstamos al sector inmobiliario y constructor sobre el total de créditos». Recogido del diario *Expansión*. Madrid, 22 de febrero de 2008, pág. 29.
- FRIEDMAN, M. y R. (1980): *Libertad de elegir*. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1983, pág. 387.
- FRIEDMAN, M. (1982): *Paro e inflación*. Instituto de Economía de Mercado. Unión Editorial, S. A. Madrid, 1982, 388, pág. 433.
- GACETA DE LOS NEGOCIOS-INVERSIÓN (2008): *Informe*. Madrid, 9 de marzo de 2008, pág. 19.
- GALBRAITH, J. K.: *Breve historia de la euforia financiera*. Editorial Ariel. Barcelona, 1991, pág. 119.
- GOLDMAN SACHS (2008a): *Informe sobre España*. Madrid, febrero de 2008.
- GONZÁLEZ PÁRAMO (2008a): *Declaraciones en diario «Expansión»*. Madrid, 23 de febrero de 2008, pág. 28.
- GONZÁLEZ PÁRAMO (2008b): «Conferencia en la Universidad de Oviedo». Recogido de *Gaceta de los Negocios*. Madrid, 1 de marzo de 2008, pág. 8.
- GUHA, K. (2008): «Recetas para la crisis». Declaraciones del que fuera Secretario del Tesoro norteamericano, Lawrence Summers. Diario *Expansión*. Madrid, 13 de marzo de 2008, pág. 24.
- HAYEK, F. A.: *La desnacionalización del dinero*. Biblioteca de Economía. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985, págs. 104-138.
- HISPANIDAD (2008): «El Banco de España promueve fusiones entre Cajas de Ahorro». Diario confidencial. www.hispanidad.com. Madrid, 14 de marzo de 2008.
- IMF (2008): *Declaraciones del Vicepresidente del Fondo Monetario Internacional, John Lipsky*. Centro de Investigación. Washington, 12 de marzo de 2008.
- KEYNES, J. M.: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. Madrid, 1981, pág. 216.
- McCOY (2008a): *La peor crisis financiera en sesenta años*. De la página web www.cotizalia.com. Madrid, 11 de marzo de 2008, pág. 2.
- McCoy, S. (2008b): *La peor crisis financiera en sesenta años*. Texto citado, pág. 2.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA Y ENERGÍA (2007): *Índice de Tendencia de la Competitividad correspondiente a 2007*. Madrid, febrero de 2008.
- MORGAN STANLEY (2008a): *Estimación de provisiones genéricas entidades de crédito de España*. Madrid, febrero de 2008.
- MOTYL, G. y SWEETING, C. (2008): «Informe Perspectivas». *Franklin Templeton Investments*, núm. 72, enero de 2008.
- RIXTEL, A. (2008): *Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario*. Boletín Económico del Banco de España. Madrid, enero de 2008, pág. 115.
- ROUBINI, N. (2008): «Anatomía de un colapso financiero». Recogido en el diario económico *Expansión*. Madrid, 28 de febrero de 2008, pág. 66.
- SUÁREZ, D. (2008a): «Ciclo de beneficios empresariales y cotizaciones». Revista *Alter Eco*. Madrid, marzo-abril de 2008, pág. 11.
- SUÁREZ, D. (2008b): *Ciclo de beneficios empresariales y...*, texto citado, pág. 10.

- TANONA, W. (2008): «Estimación para Merrill Lynch». Recogido en *Gaceta de los Negocios*, Madrid, 27 de febrero de 2008, pág. 22. www.thomsonfinanciam.com
- THOMSON FINANCIAL (2008): «Información bursátil». Recogido en *Gaceta de los Negocios*. Madrid, 21-3-2008, pág. 25.
- TRICHET, J. C.: *Entrevista en Thomson Financiam*. Paris, 12 de marzo de 2008.
- VALLE, V. (2008): *Cuadernos de Información Económica*. Fundación de las Cajas de Ahorros, FUNCAS. Madrid, marzo de 2008.

ANEXO 1

Por si fuere de interés, se acompaña un breve glosario de términos utilizados en los mercados internacionales, en especial tras la aparición de las denominadas «turbulencias financieras».

- **ABS (Asset Backed Securities):** Obligaciones que cuentan con el respaldo de un activo, ya sea inmobiliario, financiero o material, incluso, elementos de transporte, como aeronaves, buques, etc.
- **AGENCIAS DE RATING:** Se denomina así a las Agencias Internacionales que basan su actividad en la calificación de activos financieros, especialmente los de deuda, emitidos por diversas organizaciones, públicas o privadas.
- **BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS):** Banco Internacional de Pagos de Basilea, que, entre otras misiones, desarrolla actividades de gran relevancia en el establecimiento de criterios y normas relativos a operaciones y riesgos en mercados financieros.
- **CALIFICACIONES:** Una de las más habituales son las que establecen tres tipos de niveles:
 - Investment grade: Para las obligaciones garantizadas por hipotecas que contienen de escasa probabilidad de impago («prime»).
 - Mezzanine: Para las intermedias.
 - Equity: Para las que contienen hipotecas «subprime».
- **CDO (Collateralized Debt Obligations):** Instrumentos que invierten habitualmente en bonos corporativos, titulizaciones y préstamos generalmente, en el espectro crediticio de más riesgo, como los high yields. Hasta ahora, venían financiándose mediante estrategias de arbitraje, tomando financiación a corto plazo (tanto bancaria como de papel comercial), basados en un rating favorable de las Agencias e invirtiendo sus recursos en activos de mayor duración. Su generalización ha permitido distribuir la financiación del crecimiento del mercado hipotecario americano entre inversores institucionales en diversas partes del mundo.

Para algunos analistas, Obligaciones de Deuda colateralizada, ordenadas según la probabilidad de impago.

- **CDS (Credit Default Swaps):** Instrumentos que se utilizan como garantía del riesgo de crédito. El comprador acepta el riesgo de impago de compañías o entidades financieras. Funciona como una garantía/seguro, o sea, como si no hubiera «fondeo». Se considera por algunos como una variante de las CDO, que genera una percepción adicional.
- **CLO (Collateralized Loan Obligations):** Lo mismo que los anteriores, aunque invirtiendo sus recursos en empréstitos, préstamos, titulaciones, etc.
- **COMMERCIAL PAPERS:** Pagarés de empresa, generalmente emitidos a corto plazo.
- **CONDUITS:** Vehículos de titulación de activos, utilizados por las entidades financieras para generar un diferencial en la gestión. Su valor se desplomó al principio de las turbulencias financieras. En España no están permitidos.

Igualmente, se considera que son una especie de organizaciones, a modo de Trusts o Fondos, no sociedades, creadas por entidades financieras para «gestionar paquetes de activos problemáticos», que, a través de la figura, se eliminan del balance de aquéllas.

- **CPDO (Constant Proportion Dynamic Obligations):** Variante de producto estructurado, de utilidad en entornos de cierto desorden.
- **DISTRESSED:** Estrategia que utilizan los Hedge Funds en la búsqueda de valores respecto a los cuales se presume la existencia de dificultades futuras por suspensiones de pagos, quiebras, etc.
- **DURATION:** Sensibilidad que las alteraciones en los tipos de interés produce en el precio de los activos financieros.
- **EURIBOR (European interbank offered rate):** Tipo de interés básico entre intermediarios bancarios, y que sirve de base para la concesión de hipotecas.
- **EVENT DRIVEN:** Estrategia de los gestores financieras para la búsqueda y selección de firmas sobre las que puedan realizarse operaciones corporativas.
- **LBO (Leverage Buy Out):** Operaciones en las cuales las entidades de crédito financian en base a la capacidad de repago de la compañía adquirida, en múltiplos muy superiores a la financiación corporativa ordinaria. Cuentan con una variante (MBI), cuando el equipo directivo que gestionará la entidad es de origen interno, o (MBO), si es de procedencia externa. Unos y otros han resultado afectados por esta crisis de confianza, buscando alternativas de refinanciación a través de otros productos de los mercados de capitales.
- **MONO-LINE:** Compañías dedicadas en exclusiva al aseguramiento de operaciones de emisión de deuda.
- **MORTGAGE BACKED SECURITIES (MBS):** Se denominan así a las obligaciones garantizadas por operaciones hipotecarias o con garantía real.

- **PRIME:** Categoría de hipotecas en Estados Unidos que tienen un riesgo de tipo normal en su mercado (riesgo de impago en la escala 620-850).
- **RATING:** Es el nivel de calificación que se otorga a un activo en función de criterios determinados de solvencia. Se expresan con letras, mayúsculas o minúsculas, números o combinaciones de ambos.
- **SIVs (Structured investment vehicles):** Vehículos de inversión estructurada.
- **SUBPRIME:** Categoría en la que en Estados Unidos se integran las hipotecas de elevado perfil de riesgo. En la actualidad, del orden de la cuarta parte del total (riesgo de impago en la escala 300-620).

Se conocen también con el nombre vulgar «NINJA» (No Income, No Job, No Assets).

- **TIER-1:** Ratio de capital de primera categoría según el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS).
- **TRANCHES:** Denominación que se otorga a los tramos en que se agrupan las hipotecas o los activos financieros clasificados por su probabilidad de impago.